

七普掘金二:从住有所居迈向住有宜居

华泰研究

2024 年 1 月 14 日 | 中国内地

专题研究

房地产开发

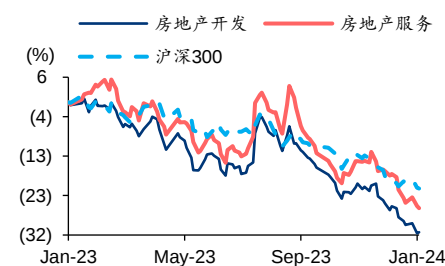
增持 (维持)

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

从住有所居迈向住有宜居，房地产行业与企业迎新机遇

我们认为在房地产新模式发展背景下，我国住房需求的重点将从住有所居转向住有宜居：**1、政策端**：针对改善性、置换性需求的政策支持或将持续友好及强化；**2、市场端**：随着房地产行业双轨制的推进，配售型保障房将在一定程度上保障刚性需求，而商品房市场则在改善性需求上扮演更多的角色，其中居住体验等将成为市场的一个重要选择标签，大面积、多房间的商品房占比或将持续提高；**3、供应端**：改善需求也将逐步体现在土地供应端，土地容积率可能趋于降低；**4、企业端**：未来更加具备改善型产品能力的房企将会更加受到市场的认可，且或将进一步体现在市场份额乃至市值上。

住房需求重点的转向：从有所居向有宜居

我国住房制度经历了几轮演变，以“98 房改”为契机开启房地产行业高速发展。截至“七普”我国住房总面积 517 亿平米，较“五普”增长 93%。随着我国住房面积快速提升，人均住房面积已提升至 41.8 平米、人均住房间数 1.2 间，目前可比口径人均住房面积已符合高收入国家标准，但城市人均住房面积仍低于中高收入国家标准、人均住房间数低于多数发达国家水平。住房获取来源方面，从五普期间的自建房、购买原公有住房等渠道变成以市场化渠道为主，购买商品住房和二手房的比重提升至 28%，城市则达到 46%。我国住房“有没有”问题得到明显缓解，“好不好”成为下一个改善的方向。

住房改善的两大基石：空间改善与品质改善

改善居住空间与居住品质成为改善的主要方向，近年来大面积段、多房间数等改善型产品需求占比持续提升，其中主流城市的改善化倾向更为明显。同时制度层面，2023 年以来有关部门多次提到“让老百姓住上更好的房子”。我们认为改善居住可以从 2 个层面展开：**1、空间改善**：我国全国/城市尚有 49%/57%的家庭人均住房建筑面积在 40 平以下；尚有 39%/55%的家庭住在一房或两房中。**2、品质改善**：我国老房体量较大，全国/城市 2000 年以前建成的住房间数占比约 34%/31%，还有一定比例住房在电梯、厨房、炊事燃料种类、洗浴设施类型、厕所、自来水等基础设施层面还具备改善空间。

住房改善需求面积测算及展望

我们从人均住房面积和住房来源两个层面，来审视了不同省市当前的住房特征，人均住房面积较低、商品房市场发展程度较低等省市未来仍具备改善空间。我们从居住空间改善的角度对改善需求带动的需求增量进行测算，主要思路为对不同分类的家庭户赋予不同的下一阶段改善的目标套均面积。根据我们测算，居住空间改善需求可带动 78 亿平的住房面积增量，其中新房：二手房占比约为 55%：45%。假设十年上述家庭改善完毕，按目前的城镇人口数计算，人均住房建筑面积将提升至 42.4 平，较 2020 年的 37.0 平提升 15%；对应人均住房使用面积约 31.9 平，低于日本/韩国的 39.9/33.9 平。

风险提示：数据误差风险；测算误差风险；行业政策风险；行业下行风险。

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

住房需求重点的转向：从有所居向有宜居	3
房地产行业高速发展助力实现住有所居	3
住房来源多元，市场化渠道占比持续提升	7
住房改善的两大基石：空间改善与品质改善.....	9
市场层面：住房需求重点已逐渐转向改善居住舒适度.....	9
制度层面：“好房子”战略高度提升	11
如何改善居住？空间改善层面	12
人均面积角度.....	12
户均间数角度.....	12
家庭代数角度.....	13
如何改善居住？住房品质层面	14
我国住房哪些基础设施还需要改善？	15
重点省市的住房改善需求审视	17
人均住房面积：	17
省份层面：	17
城市层面：	17
住房来源划分：	18
省份层面：	18
城市层面：	20
住房改善需求面积测算及展望：或将带动约 78 亿平面积增量	21
潜在改善需求测算	21
改善性需求影响下的行业展望	22
风险提示.....	23

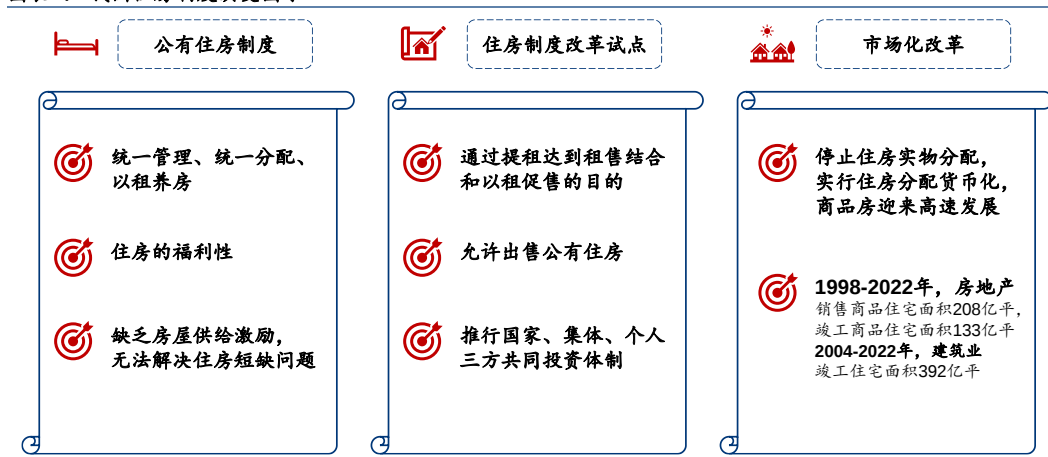
住房需求重点的转向：从有所居向有宜居

时至今日，我国已经告别住房短缺时代，对住房的需求也逐步从“有没有”走向“好不好”。七普数据则为我们提供一个整体视角，我们得以通过详细的数据，在空间、品质的维度，去观察我国的住房需求所处的阶段以及未来发展的方向。本报告为七普掘金系列第二篇，主要包括以下内容：1) 我国的人均住房资源有多少，处于国际什么水平，是否还有发展空间；2) 居住改善的两个维度，空间改善以及品质改善；3) 我国住房改善需求有多大，以及对房地产行业发展趋势有哪些影响？

房地产行业高速发展助力实现住有所居

从建国以来，我国的住房制度经历了几轮的演变：

图表1：我国住房制度演变图示



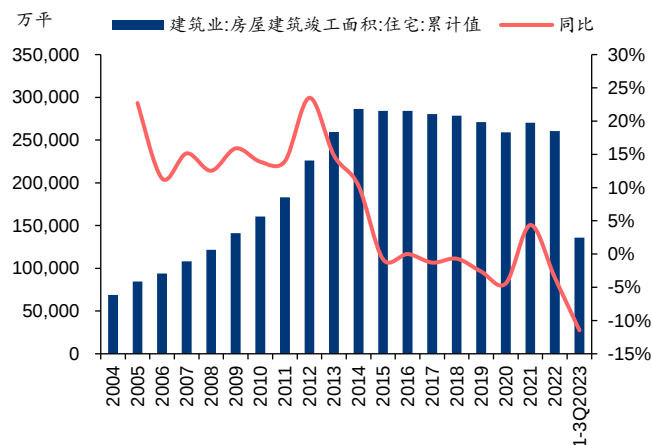
资料来源：《我国城市住房制度与改革研究》，华泰研究

1958年-1977年公有住房制度：在建国初期，我国实施“统一管理、统一分配、以租养房”的公有住房实物分配制度，建设资金主要靠政府拨款、少量靠单位自筹，单位以低租金分配给职工居住。但这种模式更多是住房的福利性，缺乏对房屋供给的激励，无法解决住房短缺问题。至1978年，城镇人均居住面积从1949年的4.5平方米下降到了3.6平方米，缺房户占比47.5%。

1978年-1997年住房制度改革试点改革：1978年开始我国逐步进入住房制度改革试点阶段，1988年发布《国务院关于印发在全国城镇分期分批推行住房制度改革实施方案的通知》和《国务院办公厅关于转发国务院住房制度改革领导小组鼓励职工购买公有旧住房意见的通知》，主要改革内容包括：1、提租补贴，通过提租达到租售结合和以租促售的目的；2、允许出售公有住房，职工购买公有住房后，拥有全部产权。3、推行国家、集体、个人三方共同投资体制。1994年第43号文件开始探索建立多层次住房供应体系（商品房+经适房），并开始试点商品房预售，同时在全国推行住房公积金制度。这一期间主要是制度的改革阶段，尚未带来明显住房增量。

1998年至今住房制度改革市场化改革：1998年国务院第四次全国住房制度改革工作会议明确停止住房实物分配，实行住房分配货币化，至此商品房迎来高速发展。我国住房供应量快速增长，助力解决“有没有”住房的问题。1998-2022年，房地产行业累计销售商品住宅面积约208亿平，CAGR24.1%，竣工商品住宅面积约133亿平，CAGR20.5%。除商品住宅外，保障性住房、公寓、职工家属宿舍和集体宿舍等其他类型住宅的供应量同样大幅增长，2004-2022年，建筑业累计竣工住宅面积约392亿平，CAGR25.2%。房地产与建筑业为住有所居目标的实现贡献斐然。

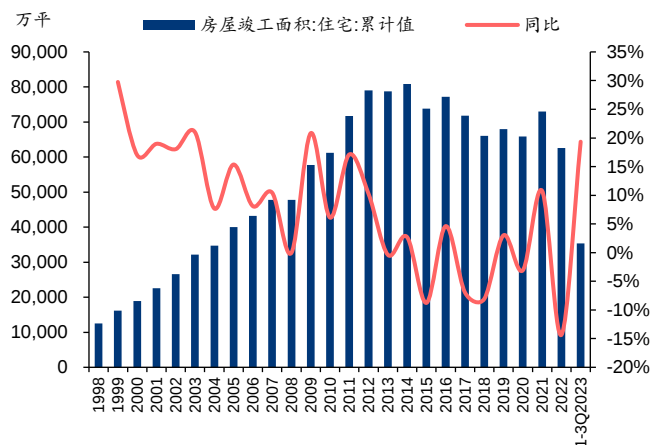
图表2：建筑业住宅竣工面积及同比



注：住宅房屋指专供居住用的房屋。包括保障性住房、普通商品房、别墅、公寓、各部门的职工家属宿舍和集体宿舍（包括职工单身宿舍和学生宿舍）等供居住的房屋。不包括住宅楼中作为人防工程用的房屋，也不包括不住人的地下室。

资料来源：国家统计局，华泰研究

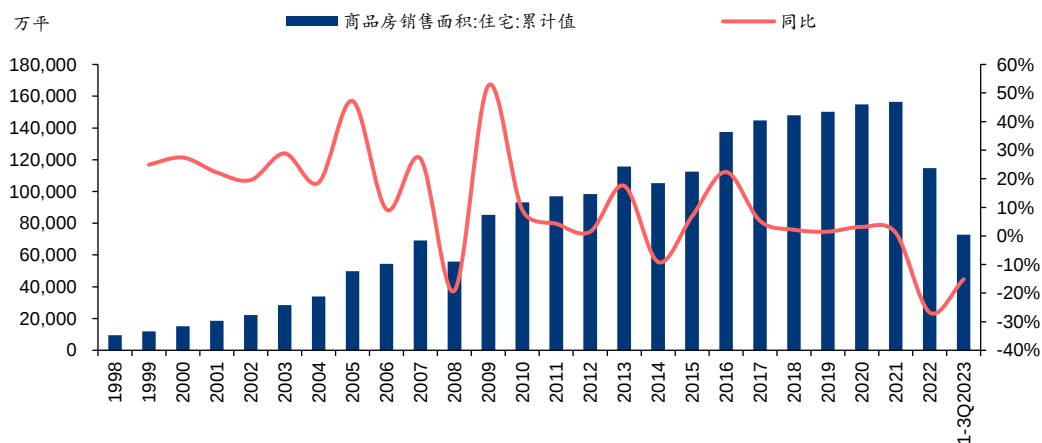
图表3：房地产住宅竣工面积及同比



注：主要指商品住宅。竣工面积指报告期内房屋建筑按照设计要求已全部完工，达到住人和使用条件，经验收鉴定合格或达到竣工验收标准，可正式移交使用的各栋房屋建筑面积的总和。

资料来源：国家统计局，华泰研究

图表4：房地产商品住宅销售面积及同比

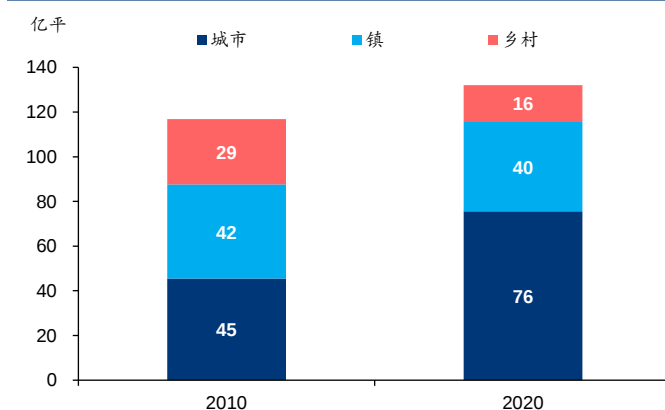


资料来源：国家统计局，华泰研究

七普我国住房总面积较二十年前增长近一倍，城市住房面积的增加是主要动力。随着房地产业的快速发展，七普数据显示，我国目前住房总面积约 517 亿平，较五普的 268 亿平增加 249 亿平，增长幅度 93%。其中城市住房面积由五普的 56 亿平增加 121 亿平，达到七普的 177 亿平，增长幅度达到 216%。

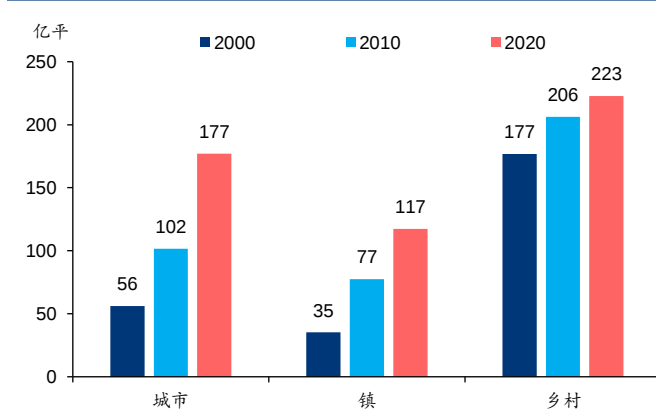
五普至七普，城市、镇、乡村新增住房面积占全国总新增的 49%、33%、18%；随着城市住房的快速增加，截至七普，城市、镇、乡村存量住房面积占全国总面积的 34%、23%、43%，分别较五普提升 13、提升 10、下降 23 个百分点。

图表5：六七普中国城市、镇、乡村住房面积增加情况



资料来源：国家统计局，华泰研究

图表6：五六七普中国城市、镇、乡村住房面积情况



资料来源：国家统计局，华泰研究

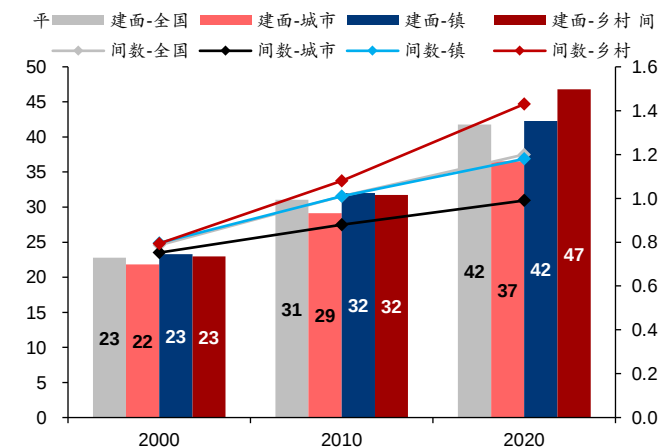
随着住房面积的提升，我国居住条件明显改善。截至 2020 年，我国人均住房面积与面积分别达到 1.2 间、41.8 平，较 2000 年的 0.8 间、22.8 平分别提升 53%、83%。户均住房面积与面积分别达到 3.2 间、111.2 平，较 2000 年的 2.7 间、78.8 平分别提升 18%、41%。

分区域来看，截至 2020 年，城市层面，我国城市人均住房面积与面积分别达到 1.0 间、36.5 平，较 2000 年的 0.8 间、21.8 平分别提升 32%、67%。户均住房面积与面积分别达到 2.5 间、92.2 平，较 2000 年的 2.3 间、66.1 平分别提升 10%、39%。

而乡村层面，我国乡村人均住房面积与面积分别达到 1.4 间、46.8 平，较 2000 年的 0.8 间、23.0 平分别提升 80%、104%。户均住房面积与面积分别达到 3.9 间、128.5 平，较 2000 年的 2.9 间、84.6 平分别提升 35%、52%。

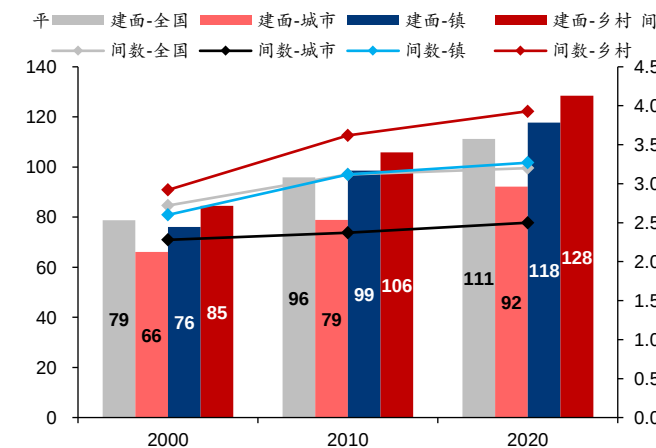
可以看出，虽然城市的住房面积大幅提升，但由于城镇化的推进，人口持续流入，城市的人均住房资源提升幅度要远低于乡村。

图表7：五六七普中国人均住房面积与人均住房间数



资料来源：国家统计局，华泰研究

图表8：五六七普中国户均住房面积与户均住房间数

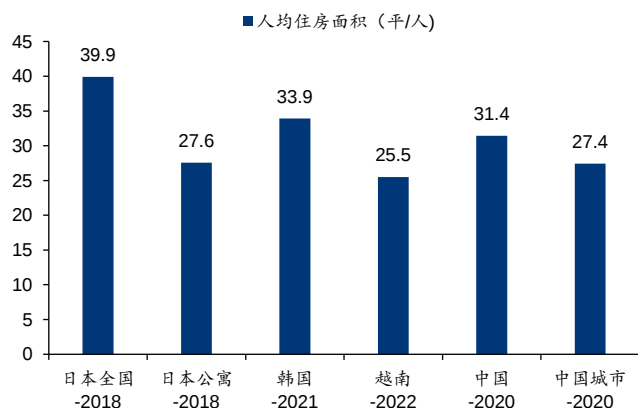


资料来源：国家统计局，华泰研究

国际比较，当前我国人均住房资源处于什么水平？

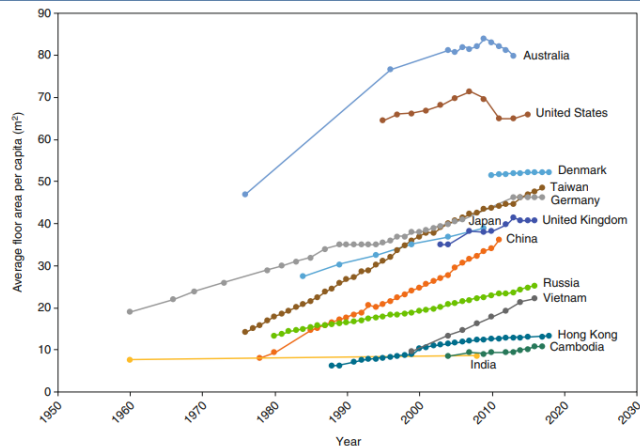
面积角度：根据中国建设报引用的，世界银行划分的，不同收入国家人均居住面积标准为：“低收入国家 8 平方米、中低收入国家 17.6 平方米、中等收入国家 20.1 平方米、中高收入国家 29.3 平方米、高收入国家 31 平方米”。我国 2020 年人均住房面积约 31.4 平¹，已经基本符合高收入国家的标准，但城市人均住房面积 27.4 平，低于中高收入国家标准。与其他典型亚洲国家相比，我国全国的人均住房面积要小于日本和韩国；城市层面亦是如此，低于日本全国的 39.9 平、日本公寓（住宅，不含别墅）的 27.6 平，低于韩国的 33.9 平。

图表9：世界部分主要国家或地区人均住房面积



资料来源：日本总务省、Statista、Vietnam+、国家统计局，华泰研究

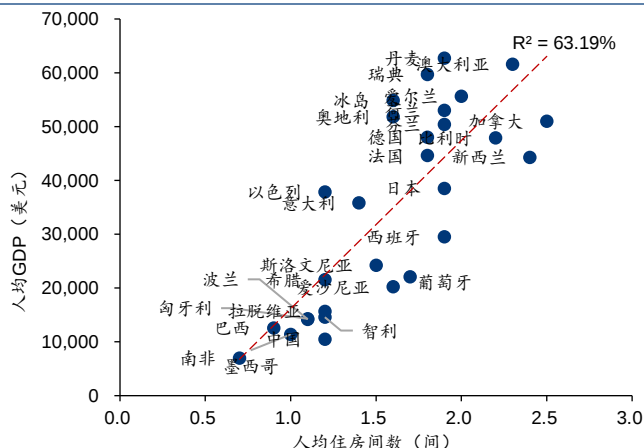
图表10：世界部分主要国家或地区人均住房面积（面板数据）



资料来源：Nature，华泰研究

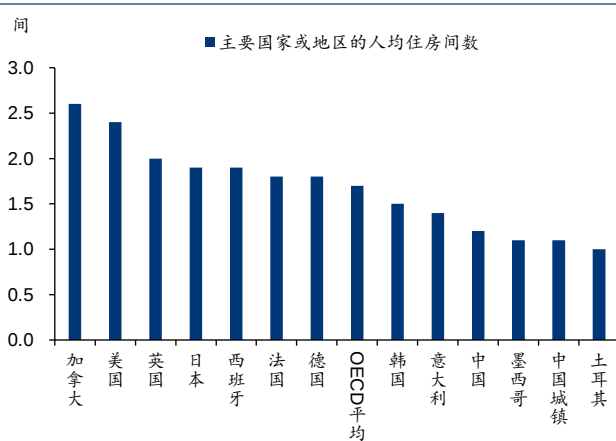
间数角度：人均住房间数低于多数发达国家水平。以住房间数为标准去衡量住房资源水平则可以减少得房率与公摊的影响。2022 年，我国全国、城市的人均住房间数分别为 1.2 间、1.0 间，而美国、日本、韩国的人均住房间数分别为 2.4、1.9、1.5 间，相对发达国家还存在一定差距。当然，国际比较来看，人均住房间数和人均 GDP 存在正向关系，考虑到我国人均 GDP 仍在提升过程中，当前的人均住房间数符合当前阶段，未来还存在改善空间。

图表11：世界部分国家或地区人均住房间数与人均 GDP 水平



注：中国数据为 2020 年，其余国家人均 GDP 与人均住房间数均为 2014 年。
资料来源：IMF，Figure.nz，华泰研究

图表12：世界主要国家或地区的人均住房间数

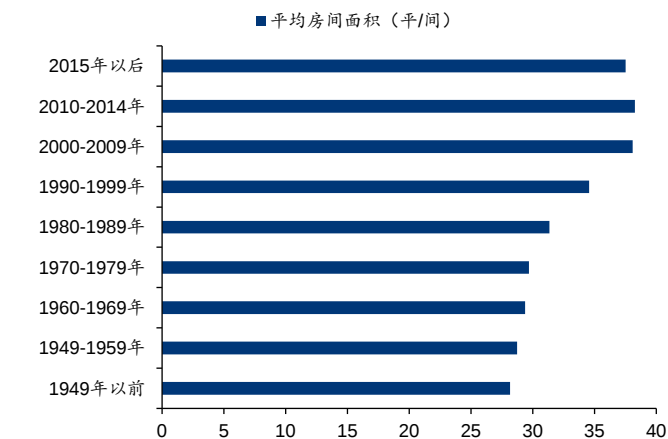


注：数据引自《大国好房：中国住房发展的空间与路径》，2023 年 9 月 26 日。
资料来源：贝壳研究院，华泰研究

¹ 据易居研究院，国际上，对住房面积统计的口径一般为按墙体中缝计算的套内面积，而中国一般是含公摊的建筑面积。为了具有可比性，需把 2020 年中国全国人均住房建筑面积 41.8 平，按照 1.33 的系数折合为 31.4 平方米，即为套内使用面积；城市人均住房面积为 36.5 平，按照 1.33 的系数折合为 27.4 平方米，即为套内使用面积。1.33 系数为统计局第七次人口普查说明中提及的建筑面积与使用面积的换算系数：使用面积×1.33=建筑面积。

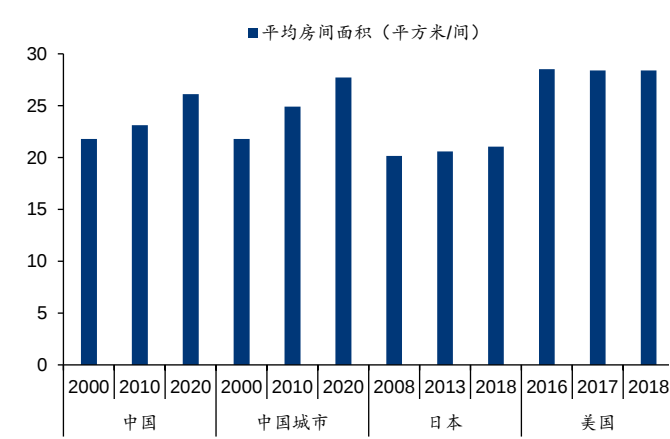
单间面积：截至 2020 年，我国平均房间面积为 26.1 平/间（已换算为使用面积，下同），城市平均房间面积 27.7 平/间，要大于日本 2018 年的 21.1 平/间，低于美国 2018 年的 28.4 平/间。需要注意的是，我国普查统计调查时，对房间数的统计是指除厨房、厕所、过道和厅以外的所有自然间数，所以平均房间面积变大的主要有两个推动因素：1) 新建住房的自然房间如卧室确实有变大；2) 公区面积如厨房、厕所和厅的面积更大。但无论是哪个因素，都意味着我国住房需求对空间与品质的要求有所提升。

图表13：我国不同建设时期的住房的平均房间面积



资料来源：国家统计局，华泰研究

图表14：中美日的住房的平均房间面积

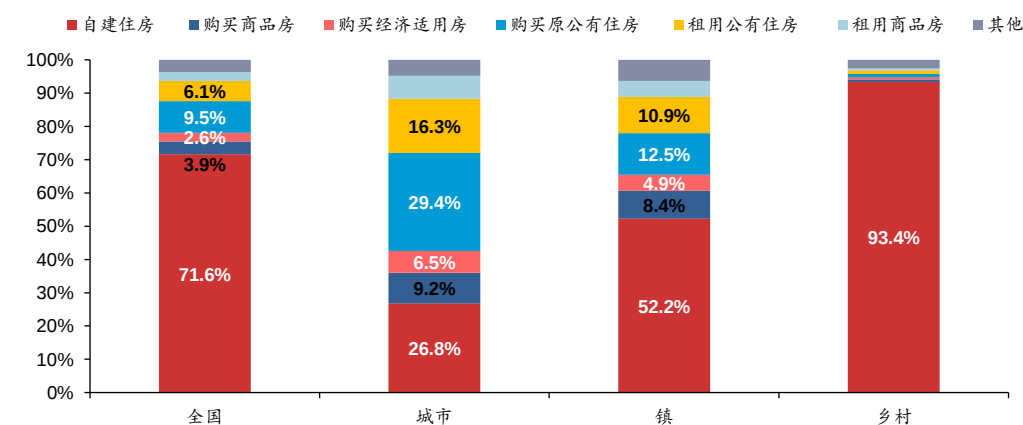


资料来源：国家统计局，华泰研究

住房来源多元，市场化渠道占比持续提升

如我们前文所述，我国住房制度改革经历了长时间的变迁，所以我国初期的住房来源是较为多元的，包括福利分房、出售公房、推行经适房、廉租房等住房供应方式。五普期间，全国以自建房、购买原公有住房、租用公有住房、购买经适房的家庭占比分别为 71.6%、9.5%、6.1%、2.6%。考虑到镇、乡村中的自建房占比较高，仅考虑城市口径，则住房结构特点更为均衡，自建房、购买原公有住房、租用公有住房、购买经适房的家庭占比分别为 26.8%、29.4%、16.3%、6.5%，合计占比达到 79%。

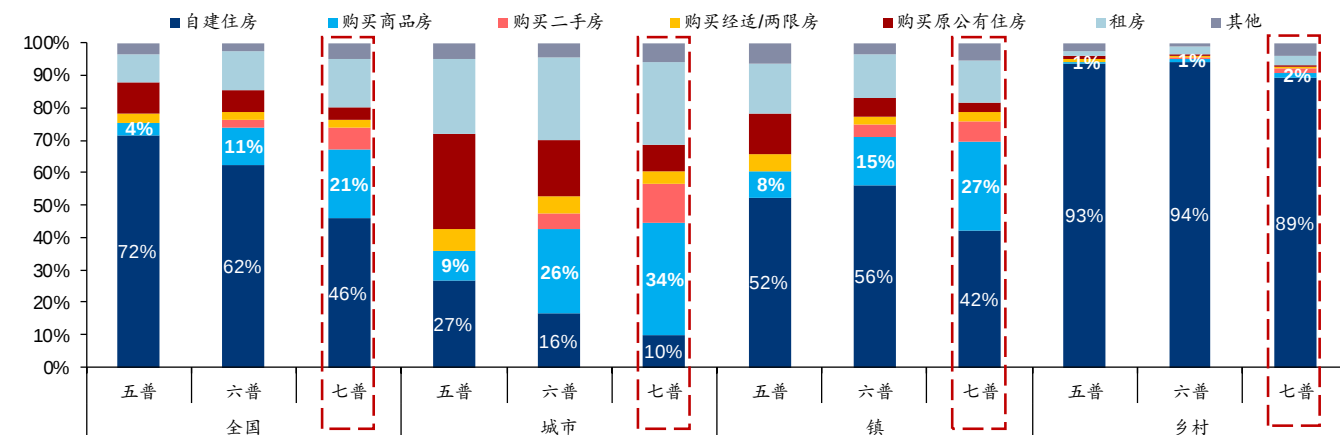
图表15：第五次人口普查中国住房来源抽样调查数据



资料来源：国家统计局，华泰研究

随着房改的推进以及房地产行业的发展，市场化渠道获取住房的占比持续提升。“98 房改”之后，住房供给商品化，买商品房或二手房成为我国居民住房来源的主要方式。全国层面，购买商品房的家庭占比由五普的 4%、六普的 11%，提高到七普的 21%。购买二手房的家庭占比由六普的 3%提升至七普的 7%，提高 4pct。

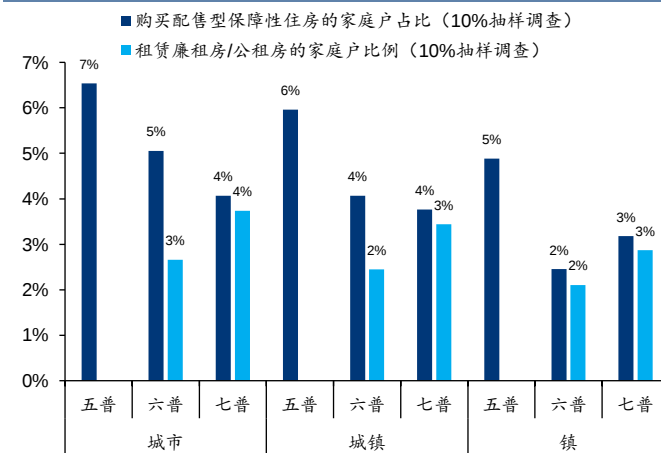
而在城市层面,城市购买商品房的家庭占比由五普的 9%提高至七普的 34%,增幅达到 25pct。另外随着住房市场的活跃,购买二手房的家庭占比也逐步提升,截至七普,城市层面购买二手房成为家庭住房的第三大来源,仅次于购买商品住房和租赁其他住房,占比达到 12%,较六普的 5%提升 7pct。

图表16: 中国家庭户住房来源划分


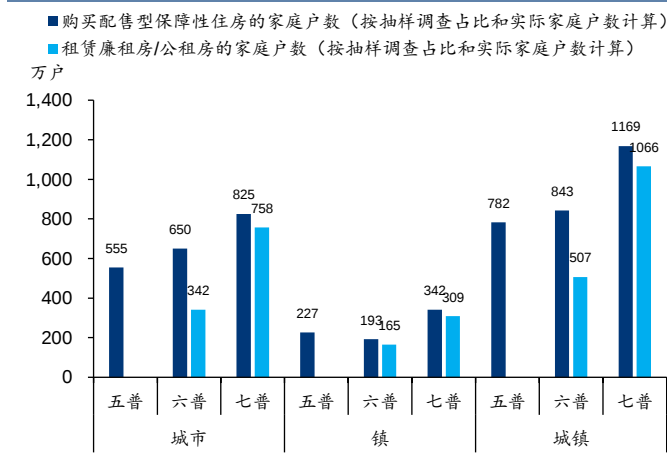
注：五普（2000）数据口径：租房包括租用公有住房、租用商品房。六普（2010）数据口径：租房包括租赁廉租房、租赁其他住房。七普（2020）数据口径：租房包括租赁廉租房/公租房、租赁其他住房；其他包括继承或赠与及其他。

资料来源：国家统计局，华泰研究

由于商品房快速发展,保障房存量占比下降,但绝对规模仍在增加。随着市场化住房供应的提升,使得保障房保障的家庭占比下降,购买经适房/两限房的城镇家庭比例由五普 6%降至七普 4%。但从绝对量上看,城镇居民购买经适房/两限房的家庭在六普增长 7.8%,七普增速更快,增长 38.7%,达到约 1169 万户;而租赁廉租房/公租房的家庭数在六普增长一倍多,达到约 1066 万户,实际上依然有更多家庭从住房保障工作中受益。

图表17: 保障性住房惠及家庭户占比（城镇）


资料来源：国家统计局，华泰研究

图表18: 保障性住房惠及家庭户数量（城镇）


资料来源：国家统计局，华泰研究

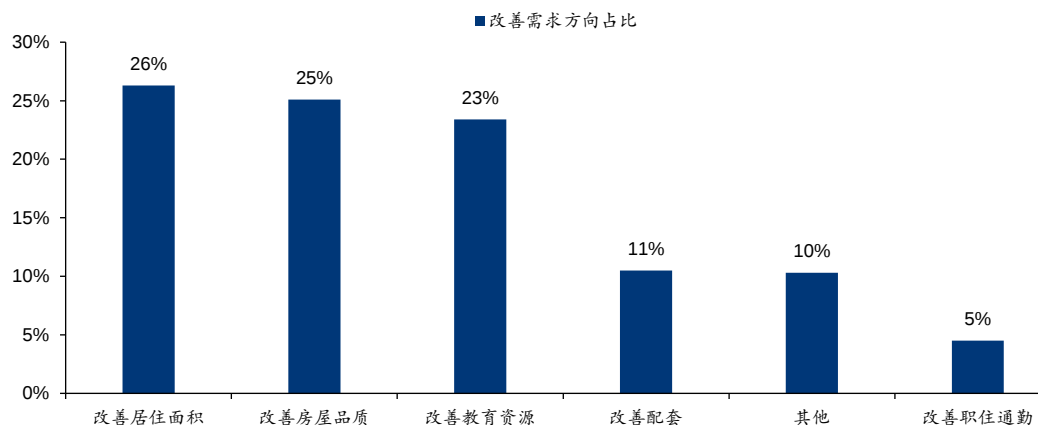
从以上数据来看,经过二十余年的发展,我国的住房“有没有”的总量问题已经得到了明显的缓解,接下来需要攻克的问题主要聚焦于“公平”(分配问题)和“好不好”(品质问题)，“公平”问题可能需要更多的制度去优化,而“好不好”则是市场化尤其是每一个参与的房企可以去解决的。

住房改善的两大基石：空间改善与品质改善

市场层面：住房需求重点已逐渐转向改善居住舒适度

改善居住空间与居住品质成为改善主要方向。随着“有没有”的问题逐步得到改善，市场的主要矛盾主要开始聚焦于住“更好”的房子。根据贝壳研究院统计，居住改善的主要原因主要有改善居住舒适度、改善教育资源、改善医疗、交通等资源配套、改善职住通勤、与家人住的更近五类。其中改善居住舒适度主要有改善居住面积和改善房屋品质，分别占到改善原因的 26%、25%，改善居住舒适度合计占比 51%，成为居住改善的首要原因。

图表19：居民居住改善的原因

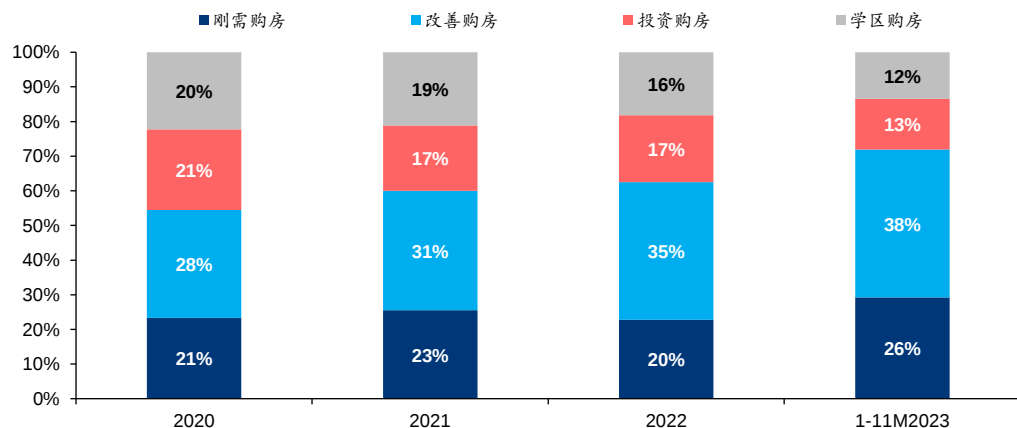


注：改善房屋品质项还包括物业、社区环境等；改善配套包括医疗/交通配套等。

资料来源：贝壳研究院，《2023 中国房地产市场半年报》，华泰研究

市场成交结构也在体现这种变化。根据中指院调查，我国购房需求中改善需求购房群体占比自 2020 年以来不断提升，截至 23 年 1-11 月，改善需求占比达到 38%，较 2020 年提升 10 个百分点。刚需购房占比相对保持稳定，但因投资与学区需求而购房的群体占比有所下降，分别由 2020 年的 21%、20% 降至 23 年 1-11 月的 13%、12%，降幅均约 8 个百分点。

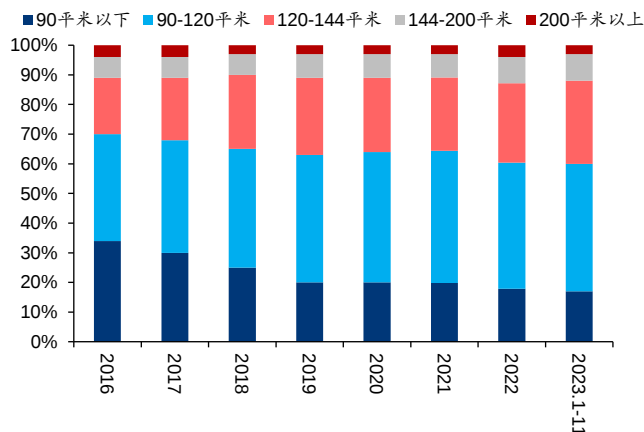
图表20：2020 年以来居民购房需求变化



资料来源：中指院《40 万+样本透视居民置业需求新图景》，华泰研究

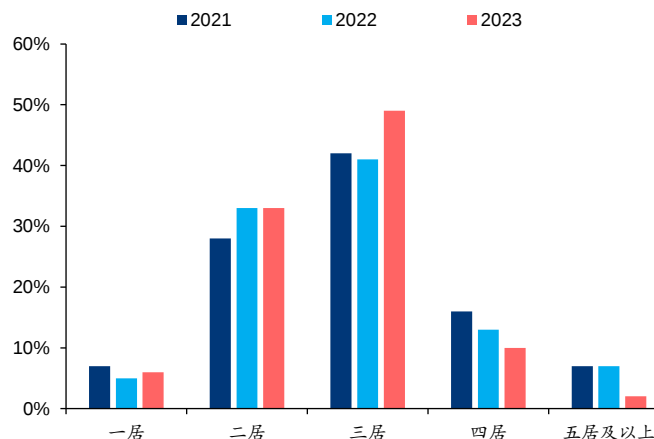
从面积段角度来看，购房者对大面积段、多房间数改善型产品需求占比提升。面积角度，120-144 平产品成交占比持续增加。根据中指院数据，重点 30 城 2016 年以来，90-120 平产品成交占比最高达到 45%，2023 年约为 43%，有所下滑，但仍是绝对主力；120-144 平成交占比稳步提升，由 2016 年的 19% 升至 2023 年的 28%，累计增加 9pct；而 90 平以下产品成交占比持续下滑，由 2016 年成交占比的 34% 下降至 2023 年的 17%，累计下降 17pct。间数角度，居民对二居、三居购房需求波动上升，2023 年二居、三居的成交占比较 2021 年分别提升 5、7pct，达到 33%、49%；一居户型需求小幅下滑 1 个百分点，伴随家庭规模的小型化，四居、五居以上需求也呈现下滑趋势。

图表21：重点城市成交结构变化（面积）



资料来源：中指研究院，华泰研究

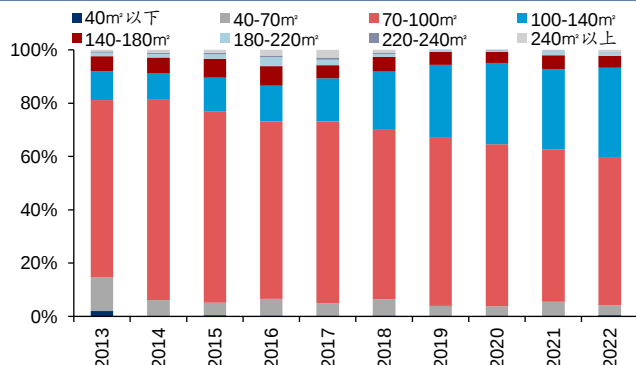
图表22：重点城市成交结构变化（间数）



资料来源：中指研究院，华泰研究

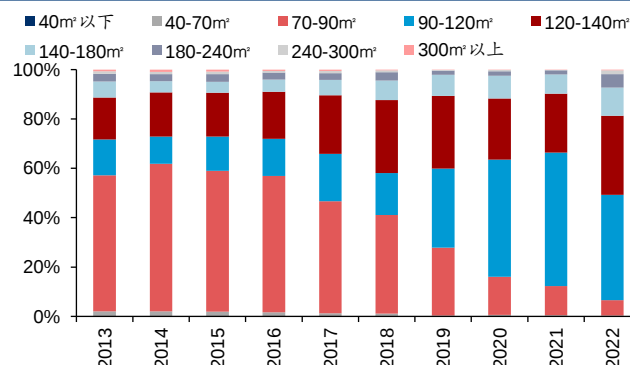
主流城市呈现更为明显的改善化倾向。以北京、上海、深圳、杭州为例，这些城市城镇化时期更早，经济发展水平较高，人口吸引力也相对较强，房地产发展阶段较为成熟。从成交结构来看，改善型产品的占比逐渐上升，偏刚需类产品的成交占比有所下降。面积层面，2013年以来，深圳70-100平的产品成交套数占比在逐步下降，而100-140平的产品成交占比提升；杭州70-90平的产品成交套数占比由2014年的高点60%降至2022年的6%，而90平以上产品成交占比不断上升。间数层面，北京四房产品的成交套数占比有所上升；上海三房产品成交套数占比由2013年的36%提升至2022年的71%，而二房产品占比由2013年的47%降至2022年的15%。

图表23：深圳新房成交套数分布（按面积划分）



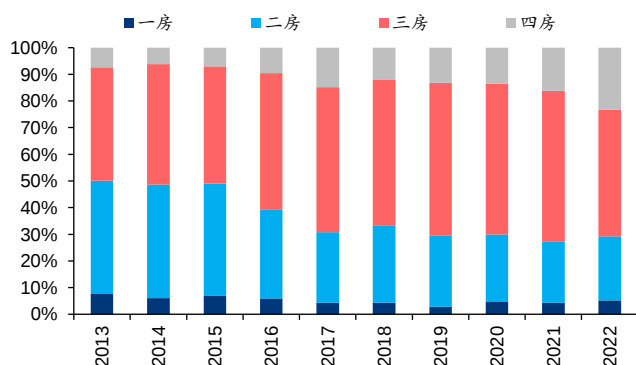
资料来源：中指研究院，华泰研究

图表24：杭州新房成交套数分布（按面积划分）



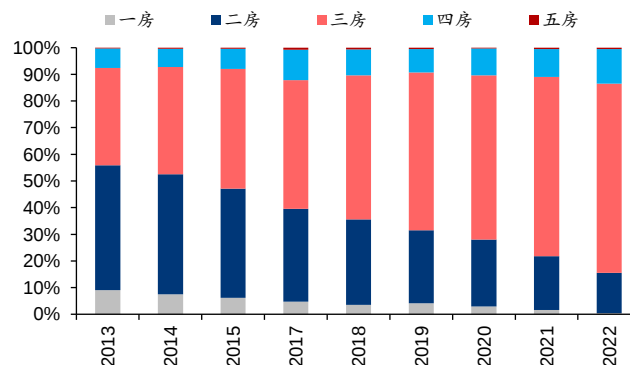
资料来源：中指研究院，华泰研究

图表25：北京新房成交套数分布（按间数划分）



资料来源：中指研究院，华泰研究

图表26：上海新房成交套数分布（按间数划分）



资料来源：中指研究院，华泰研究

制度层面：“好房子”战略高度提升

随着构建房地产发展新模式的思路逐渐清晰，“好房子”被提及的次数与高度均有所提升。2023年1月5日，住房和城乡建设部部长倪虹在接受新华社专访时指出：“当前，房地产市场已经从解决‘有没有’转向解决‘好不好’的发展阶段，提升住房品质、让老百姓住上更好的房子，是房地产市场高质量发展的必然要求。”1月17日，全国住房和城乡建设工作会议召开。倪虹部长指出要以努力让人民群众住上更好的房子为目标，提出“建设好房子”。好房子逐步成为房地产行业新的焦点。

年底（11月11日）倪虹部长再度接受新华社专访，在研判房地产市场形势时指出：“从供给看，整体上，‘有没有’的问题基本得到解决，但结构性不足问题仍然存在。从需求看，人民群众对住房的品质有了更高的要求，希望住上更好的房子、获得更好的服务。”而在谈及构建房地产发展新模式时，指出，在理念上包括“努力让人民群众住上好房子”，即“就是要绿色、低碳、智能、安全，让群众住得健康，用得便捷，成本又低，又放心安心。”

12月21-22日，全国住房城乡建设工作会议在京召开，会议指出，在住房和房地产板块的工作包括“下力气建设好房子”；在基础支撑板块则指出：适应从解决“有没有”转向解决“好不好”的要求，大力加强基础性工作，为推动住房城乡建设高质量发展筑牢根基。”在具体工作方面提出：“完善工程建设标准，围绕建造好房子，发布住宅项目规范，从建筑层高、电梯、隔音、绿色、智能、无障碍等方面入手，提高住宅建设标准。”同时，倪虹部长指出，房地产已经从“有没有”转入“好不好”的时代，好房子只有想不到，没有做不到。提升居住品质已经成为未来的一个重要战略趋势。

图表27：近三年全国住房城乡建设工作会议住房和房地产板块相关表述

日期	主要内容
2022年1月20日	一是 加强房地产市场调控 。毫不动摇坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，不把房地产作为短期刺激经济的工具和手段，保持调控政策连续性稳定性，增强调控政策协调性精准性，继续稳妥实施房地产长效机制，坚决有力处置个别头部房地产企业房地产项目逾期交付风险，持续整治规范房地产市场秩序。 二是 推进住房供给侧结构性改革 。坚持租购并举，多主体供给、多渠道保障，优化住房供应结构。大力增加保障性租赁住房供给，以人口净流入的大城市为重点，全年建设筹集保障性租赁住房240万套（间）。完善城镇住房保障体系，指导各地合理确定本地区住房保障制度安排。加快发展长租房市场。健全住房公积金缴存、使用、管理和运行机制。
2023年1月17日	一是 以增信心、防风险、促转型为主线，促进房地产市场平稳健康发展 。大力支持刚性和改善性住房需求，毫不动摇坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、精准施策。推进保交楼保民生保稳定工作，化解企业资金链断裂风险，努力提升品质、 建设好房子 ，整治房地产市场秩序，让人民群众放心购房、放心租房。 二是 以发展保障性租赁住房为重点，加快解决新市民、青年人等群体住房困难问题 。大力增加保障性租赁住房供给，扎实推进棚户区改造，新开工建设筹集保障性租赁住房、公租房、共有产权房等各类保障性住房和棚改安置住房360万套（间）。积极发挥住房公积金作用，推进住房公积金数字化发展。 ——住房和房地产板块，要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位， 适应房地产市场供求关系发生重大变化新形势 。
2023年12月21-22日	稳定房地产市场，坚持因城施策、一城一策、精准施策，满足刚性和改善性住房需求，优化房地产政策，持续抓好保交楼保民生保稳定工作，稳妥处置房企风险，重拳整治房地产市场秩序。 构建房地产发展新模式 ，建立“人、房、地、钱”要素联动的新机制，完善房屋从开发建设到维护使用的全生命周期基础性制度，实施好“三大工程”建设，加快解决新市民、青年人、农民工住房问题， 下力气建设好房子 ，在住房领域创造一个新赛道。

资料来源：住建部，中国建设报，华泰研究

图表28：住房和城乡建设部部长倪虹接受新华社专访讲话内容

日期	专访题目	主要内容
2023年1月5日	真抓实干，努力让人民群众住上更好的房子	1) 当前，房地产市场已经从解决“有没有”转向解决“好不好”的发展阶段，提升住房品质、 让老百姓住上更好的房子，是房地产市场高质量发展的必然要求 。2) 努力提升品质、 建设好房子 。提高住房建设标准，打造“好房子”样板，为老房子“治病”，研究建立房屋体检、养老、保险三项制度，为房屋提供全生命周期安全保障。
2023年11月11日	构建房地产发展新模式	1) 从供给看，整体上，“有没有”的问题基本得到解决，但结构性不足问题仍然存在。 从需求看，人民群众对住房的品质有了更高的要求，希望住上更好的房子、获得更好的服务 。2) 在理念上，要始终坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，以满足刚性和改善性住房需求为重点， 努力让人民群众住上好房子。好房子在哪儿？就是要绿色、低碳、智能、安全，让群众住得健康，用得便捷，成本又低，又放心安心 。3) 现在要拼的是高质量、新科技、好服务，谁能为群众建设好房子，谁能为群众提供好服务，谁就会有市场、谁就会有发展。

资料来源：国务院，新华社，华泰研究

如何改善居住？空间改善层面

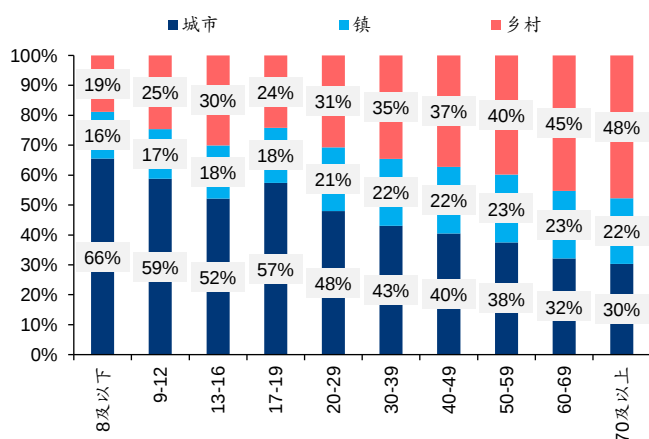
人均面积角度

《城镇家庭居民“住有所居”量化指标研究报告》²基于居住空间需求尺度，将中国城镇家庭居民人均住房面积分为底线标准（13 m²）、提升标准（20-30 m²）、舒适标准（30-40 m²）。有两点值得注意：1）该标准是使用面积标准，2）该标准是各层级需求的底线标准。若按照我们前文使用的 1.33 系数计算建筑面积，各个标准及其对应的建筑面积为：底线标准（17.3 m²）、提升标准（26.6-39.9 m²）、舒适标准（39.9-53.2 m²）。

全国层面来看，目前我国还有 49% 的家庭户的人均居住面积在 40 平以下（建筑面积，非使用面积），处于舒适标准之下；其中城市、镇、乡村人均居住面积在 40 平以下的家庭户占比分别为 57%、47%、40%。从规模层面来看，目前我国人均居住面积在 40 平以下的家庭户约 2.3 亿户，其中城市、镇分别有 1.1、0.47 亿户，占比分别达到 49%、21%，合计占比 70%，改善的需求主要集中在城市和镇。

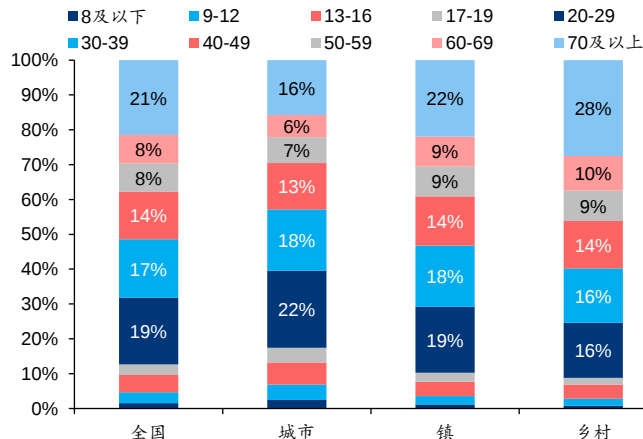
值得注意的是，我国人均住房面积在 60 平以上的家庭占比达到 30%，城市、镇、乡村人均住房面积 60 平以上的家庭占比分别为 22%、30%、37%。人均住房面积在 40-60 平的家庭占比约 22%，城市、镇、乡村人均住房面积 40-60 平的家庭占比分别为 21%、23%、22%。

图表29：七普家庭户分布（面积，按城市、镇、乡村划分）



资料来源：国家统计局，华泰研究

图表30：七普家庭户分布（面积，按人均住房面积划分）



资料来源：国家统计局，华泰研究

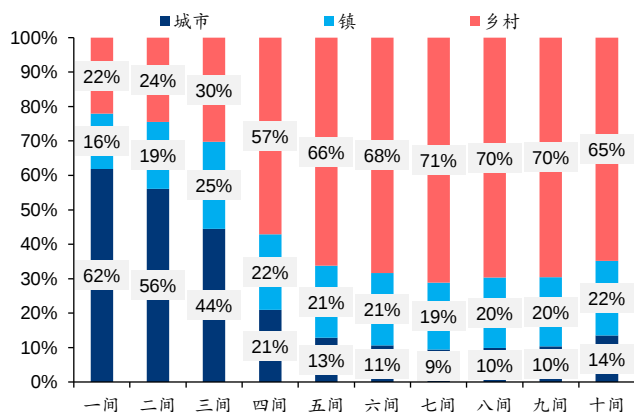
人均间数角度

据克而瑞产品测评客需调研，在后疫情时代，在未来家庭人口可能增加、可能需要家庭办公的情况下，灵活+1 空间会给生活带来更多惊喜，小四居或将有更好的市场前景。在满足基本的居住需求之后，房间数+1 是切实改变居住体验的一环。

全国层面来看，目前我国 39% 的家庭户居住在一房或两房的住房中，31% 居住在三房的住房中。其中城市、镇、乡村居住在一房或两房的家庭占比分别为 55%、34%、25%；居住在三房的家庭占比分别为 34%、37%、25%。截至 2020 年，我国居住在一房或两房的家庭户约有 1.8 亿户，其中城市、镇分别有 1.1、0.3 亿户，占到全国的比例分别为 58%、18%。城镇同样是间数改善的重要区域。

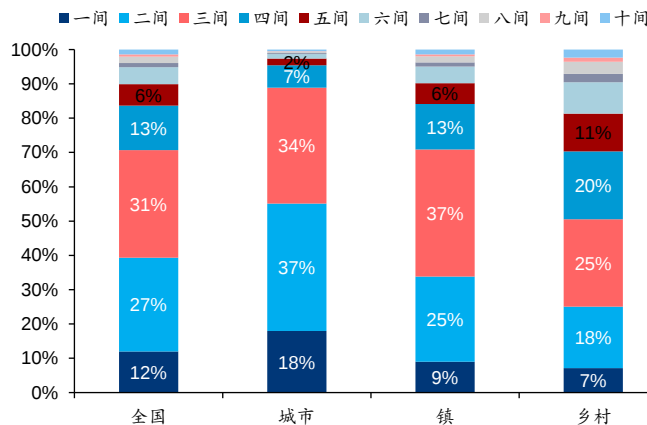
² 该报告由中国城市规划设计研究院、中国建筑设计研究院有限公司联合发布。

图表31：七普家庭户分布（间数，按城市、镇、乡村划分）



资料来源：国家统计局，华泰研究

图表32：七普家庭户分布（间数，按人均住房面积划分）



资料来源：国家统计局，华泰研究

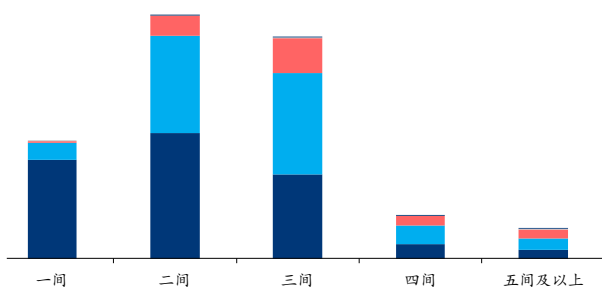
家庭代数角度

我们根据七普数据，引入家庭代数的维度，如果家庭是多代户，住房间数一般最好要超过代数，等于或低于代数将面临改善需求。据我们计算，城市、镇两个层面，住房间数小于代际数的家庭户占比分别约为 6.1%、4.0%，对应家庭户数约 1180、398 万户。而如果把标准放宽至住房间数小于等于代际数则面临改善，城市、镇需要改善的家庭户占比约 41.4%、26.5%，对应家庭户数约 7957 万户、2639 万户。

图表33：七普家庭户代数与房间数对比（城市）

户别、间数	一间	二间	三间	四间	五间及以上	合计
一代户	15.1%	19.2%	12.9%	2.2%	1.3%	50.7%
二代户	2.6%	14.8%	15.4%	2.9%	1.7%	37.5%
三代户	0.3%	3.1%	5.3%	1.4%	1.4%	11.5%
四代户	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.3%
五代及以上户	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
合计	18.0%	37.2%	33.8%	6.5%	4.6%	100.0%

■一代户 ■二代户 ■三代户 ■四代户 ■五代及以上户

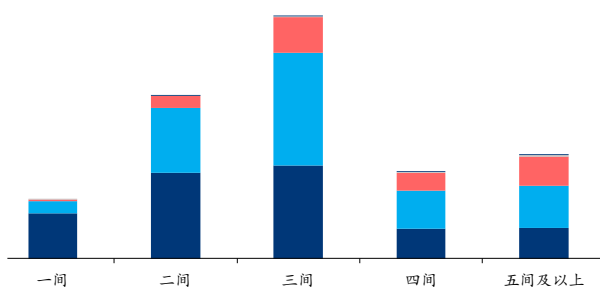


资料来源：国家统计局，华泰研究

图表34：七普家庭户代数与房间数对比（镇）

户别、间数	一间	二间	三间	四间	五间及以上	合计
一代户	7.0%	13.1%	14.3%	4.6%	4.7%	43.6%
二代户	1.8%	9.9%	17.2%	5.7%	6.4%	41.1%
三代户	0.2%	1.8%	5.4%	2.8%	4.4%	14.7%
四代户	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.3%	0.6%
五代及以上户	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
合计	9.0%	24.9%	37.0%	13.3%	15.9%	100.0%

■一代户 ■二代户 ■三代户 ■四代户 ■五代及以上户

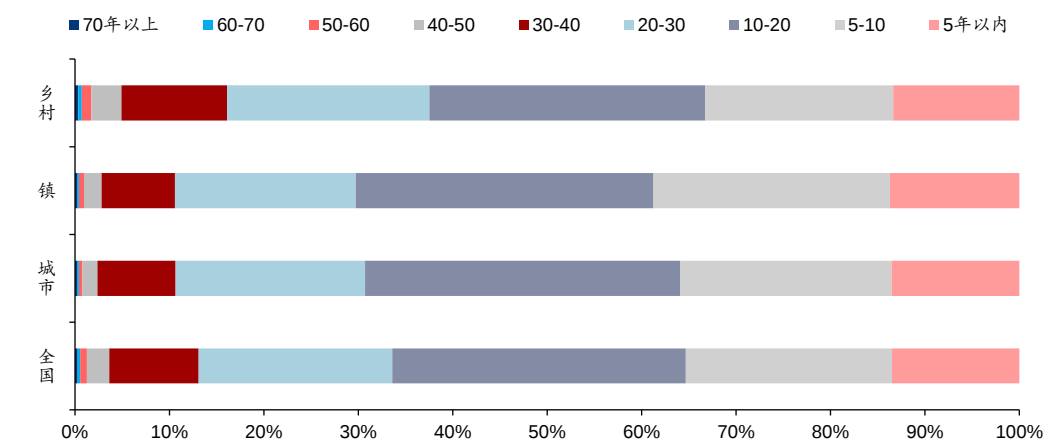


资料来源：国家统计局，华泰研究

如何改善居住？住房品质层面

根据《国务院办公厅关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，2000 年以前建成的一般已经被认定为老旧小区，具备更新改造的需求。七普数据显示，我国 2000 年以前建成的住房大概有 33.6%（间数的口径），具体到城市、镇占比分别大约 30.7%、29.7%，和我们之前提到的新建的住房主要在城镇，城镇房子更新有一定的对照性。而值得注意的是，具备更新、改善需求的住房数量或将更大，部分省份在认定的时候已经放宽至 2005 年，即 15 年以上的住房均被认为是老旧小区。

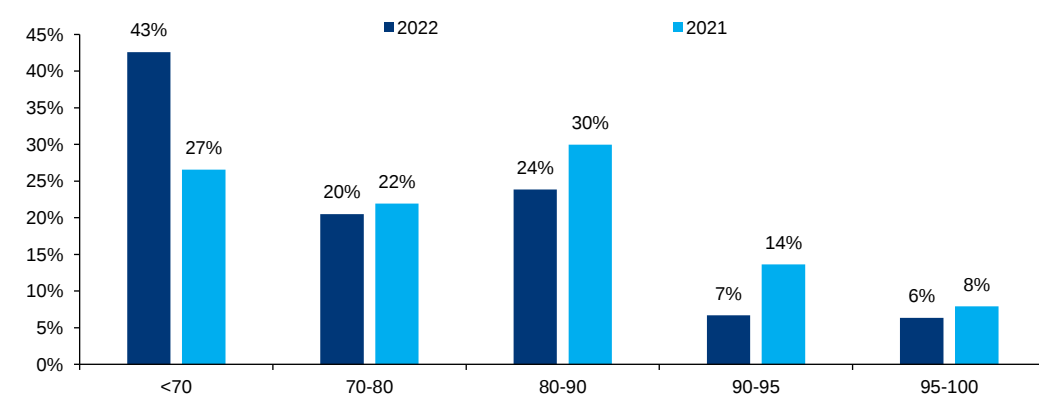
图表35：七普我国住房年龄分布



资料来源：国家统计局，华泰研究

且近年来由于房企高周转策略下，住房质量可能更有下行压力，导致新建住房的寿命可能相对更短，需要更新的周期更短，需求更为迫切。据智建云数据，2022 年新建住宅质量指数小于 70 分的比例较 2021 年上升了 16pct，而质量指数为 80-90、90-95、95-100 的新建住宅占比均有所下降，分别下降 6、7、2pct。

图表36：2021vs2022 年度新建住宅质量指数



资料来源：智建云，华泰研究

2023 年住房城乡建设工作会议指出“从建筑层高、电梯、隔音、绿色、智能、无障碍等方面入手，提高住宅建设标准”后，中国建设报钟践平³对好房子标准做进一步探讨，提出“**五好标准**”：1) 好住：在优化结构、完善配套、拓展功能上下足功夫，兼顾适老化和儿童友好等不同居住需求；2) 好料：质量和安全大于天，施工必须真材实料；3) 好省：减少房屋日常使用对资源能源的消耗浪费；4) 好看：遵循建筑内在规律，彰显地域特征、民族特色和时代风貌；5) 好值：住宅品质提升，价格要相对经济。发展智能化、装配式等新型建造方式，实现规模化、数字化转型升级，不断提高房屋性价比。未来对好房子的建筑要求也在不断提高。

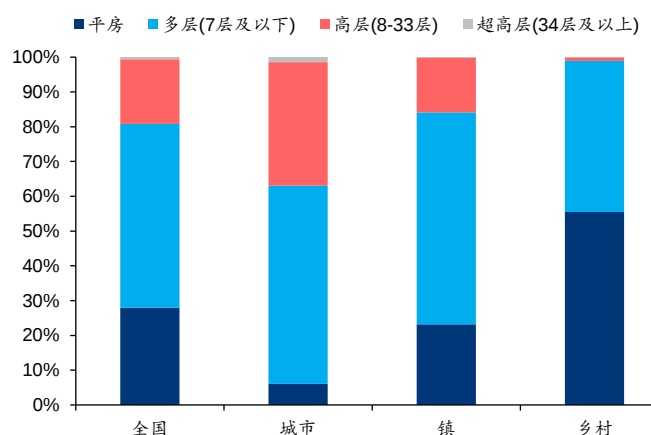
3 中国建设新闻网 <http://www.chinajsb.cn>，扬帆前行③ | 钟践平：好房子 新赛道

我国住房哪些基础设施还需要改善？

由于我国住房改革历史较短，还有相当多的住房具备基础设施上的改善空间：

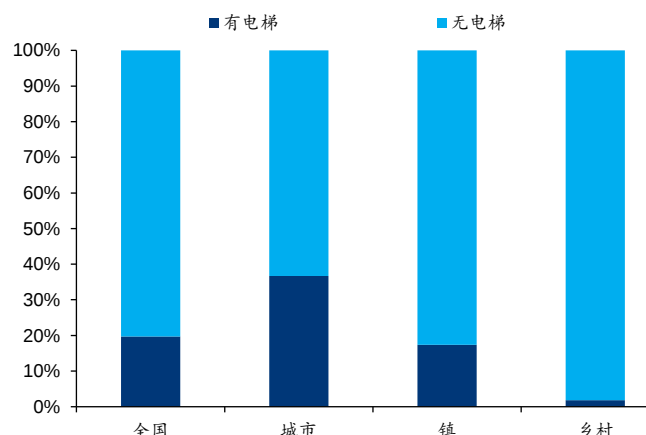
1、电梯：截至 2020 年，我国有 72.1% 家庭户住进楼房，其中城市、镇、乡村分别为 93.9%、76.8%、44.5%。但我国有电梯住房的比例远远低于楼房比例，全国范围看，目前有 80.3% 的家庭住房都还没有电梯，城市、镇、乡村分别有 63.3%、82.6%、98.2% 的家庭没有电梯，即便假设平房全部没有电梯，全国、城市、镇、乡村楼房率与电梯率的差额分别为 52%、57%、59%、43%，反映出电梯安装率比较低。而我国处在老龄化进程中，老年人在楼房对于电梯的需求将逐步增加，部分非老年人的家庭为改善居住体验也或有加装电梯的需求。

图表 37：七普中国住房楼层划分（全国、城市、镇、乡村）



资料来源：国家统计局，华泰研究

图表 38：七普住房拥有电梯情况调查（全国、城市、镇、乡村）

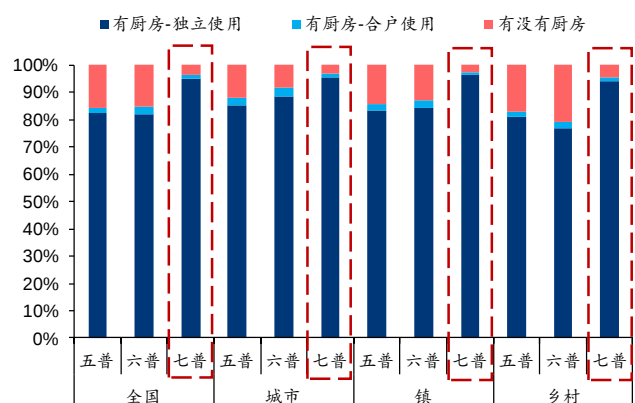


资料来源：国家统计局，华泰研究

2、厨房：截至 2020 年，全国范围来看，3.52% 的家庭住户没有厨房，城市、镇、乡村分别为 3.1%、2.7%、4.5%，相较于五、六普，七普没有厨房的家庭户数占比已经快速下降（五普全国、城市、镇、乡村分别有 15.5%、11.8%、14.4%、17.3% 的家庭住户没有厨房）。

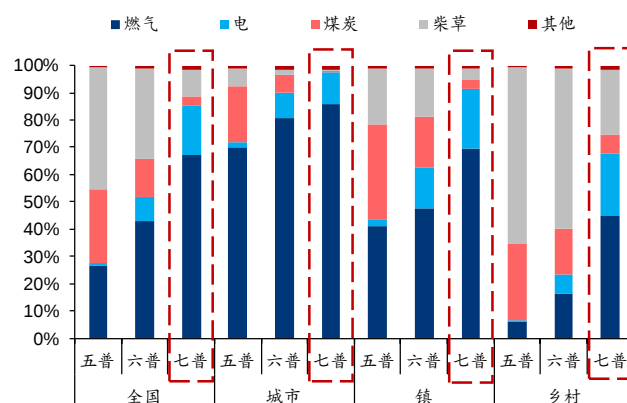
3、炊事燃料种类：截至 2020 年，全国、城市、镇、乡村分别还有 13.3%、1.1%、7.2%、30.7% 的家庭使用煤炭和柴草做饭。与五普/六普相比，全国、城市、镇、乡村使用煤炭和柴草做饭的住户数占比分别下降 58.4%/33.5%、26.1%/7.1%、48.1%/28.9%、62.1%/45.1%，使用煤炭和柴草作为炊事燃料的住户比例大幅下降，转而使用燃气和电等更为安全、环保、高效的炊事燃料，七普显示，全国范围使用燃气和电作为炊事燃料的住户达 85.2%，其中城市、镇、乡村分别达 97.3%、91.5%、67.9%，乡村住户改善住房炊事燃料的需求存在着较大的改善空间。

图表 39：五六七普住房基础设施拥有情况调查-厨房



资料来源：国家统计局，华泰研究

图表 40：五六七普住房基础设施拥有情况调查-炊事燃料

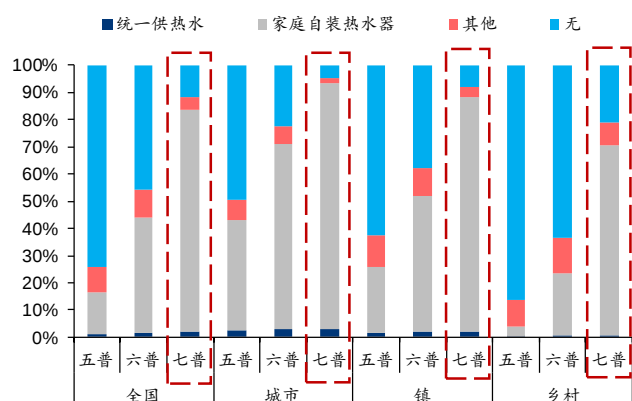


资料来源：国家统计局，华泰研究

4、洗浴设施类型：截至 2020 年，全国、城市、镇、乡村拥有自装热水器的家庭占比分别为 81.9%、90.3%、86.2%、69.8%，与五普/六普数据相比，在全国、城市、镇、乡村范围内分别提升 66.5%/39.5%、49.7%/22.2%、61.7%/35.9%、66.2%/47.0%。截至 2020 年，全国、城市、镇、乡村范围内仍然分别有 18.1%、9.7%、13.8%、30.2%的家庭住户尚未配备自装热水器，这部分家庭住户仍然存在改善洗澡设施的需求。

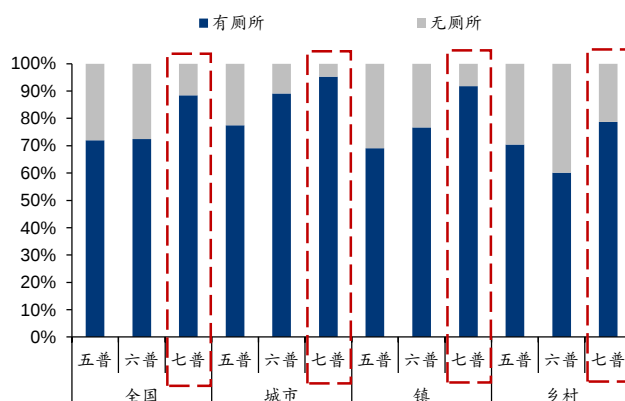
5、厕所：截至 2020 年，全国、城市、镇、乡村拥有水冲式卫生厕所的家庭占比分别为 78.5%、95.2%、83.3%、56.7%。在全国范围内，仍然有 3.45%的家庭住户没有配备厕所，其中城市、镇、乡村分别有 1.8%、2.6%、5.8%的家庭没有厕所。

图表41：五普七普住房基础设施拥有情况调查-洗澡设施



资料来源：国家统计局，华泰研究

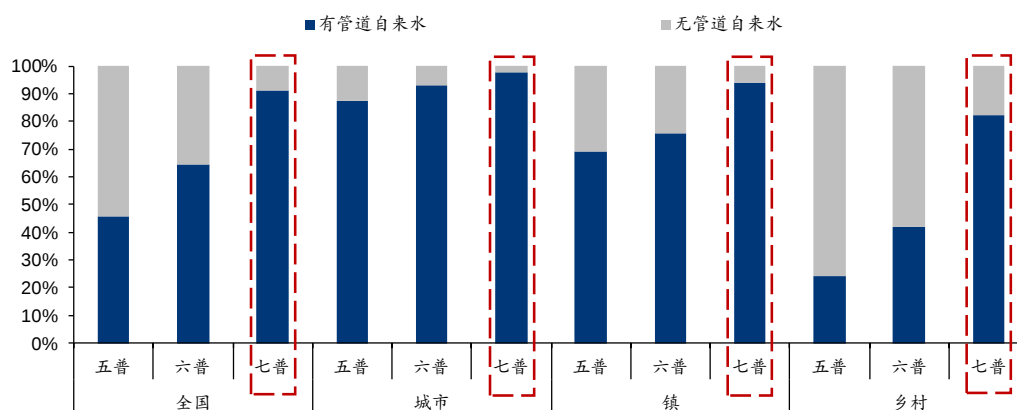
图表42：五普七普住房基础设施拥有情况调查-厕所



资料来源：国家统计局，华泰研究

6、自来水：从五普到七普，全国、城市、镇、乡村有管道自来水的家庭住户比例分别提高 45.57%、10.34%、24.71%、58.28%。水作为人们生活的必需品，在很大程度上影响着生活的便利程度，家庭普遍存在着对管道自来水的的需求。截至 2020 年，全国、城市、镇、乡村分别还有 8.7%、2.2%、6.0%、17.6%的家庭住户没有通管道自来水，这部分家庭对于基于管道自来水需求的改善住房需求将逐渐增加。

图表43：五普七普住房基础设施拥有情况调查-自来水



资料来源：国家统计局，华泰研究

重点省市的住房改善需求审视

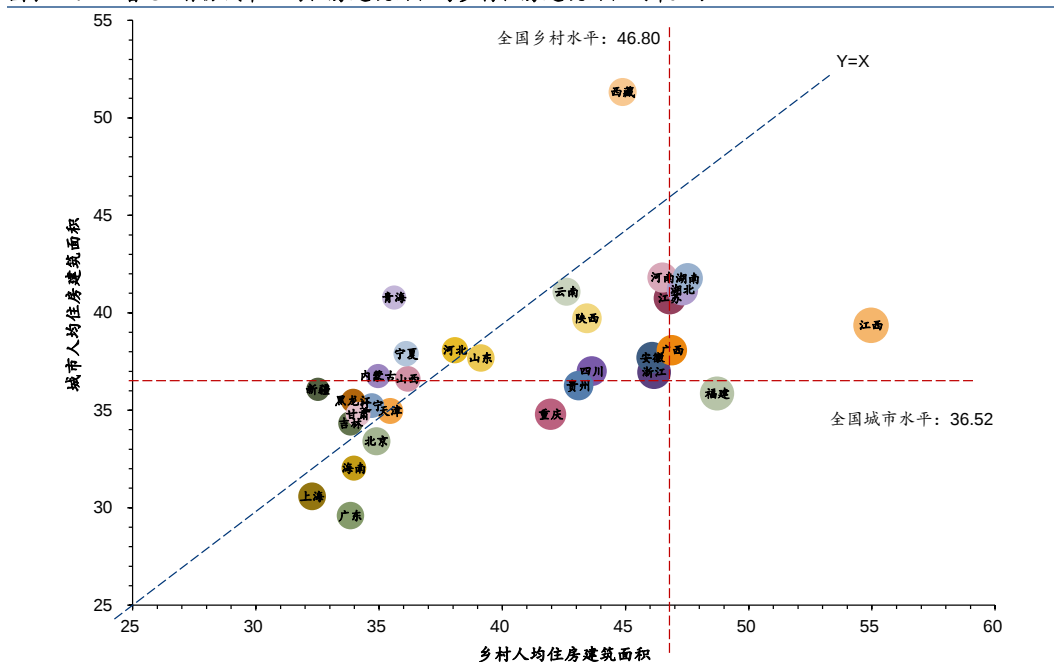
人均住房面积：

省份层面：

全省范围来看，人均住房建筑面积最少的五个省份分别为上海（32.3）、新疆（32.5）、广东（33.8）、吉林（33.8）、黑龙江（34.0）；最多的五个省份分别为江西（55.0）、福建（48.7）、湖南（47.5）、湖北（47.3）、广西（46.9）。

如果聚焦省份中的城市范围（扣去乡镇部分）来看，人均住房建筑面积最少的五个省份分别为广东（29.6）、上海（30.6）、海南（32.0）、北京（33.4）、吉林（34.3）；最多的五个省份分别为，西藏（51.3）、河南（41.8）、湖南（41.8）、湖北（41.2）、云南（41.1）。（单位：平/人）

图表44：七普 31 省份城市人均住房建筑面积与乡村住房建筑面积（平/人）

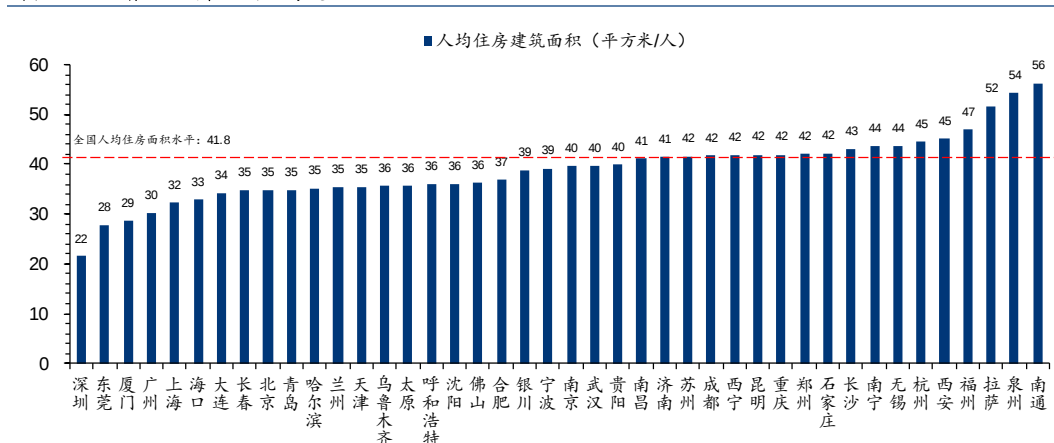


资料来源：国家统计局，华泰研究

城市层面：

人均住房面积较低的前五城市分别为，深圳（21.5）、东莞（27.8）、厦门（28.7）、广州（30.2）、上海（32.3）；人均住房面积最高的五个城市分别为南通（56.3）、泉州（54.3）、拉萨（51.6）、福州（46.9）、西安（45.1）。（单位：平/人）

图表45：七普 42 城市人均住房建筑面积



资料来源：国家统计局，华泰研究

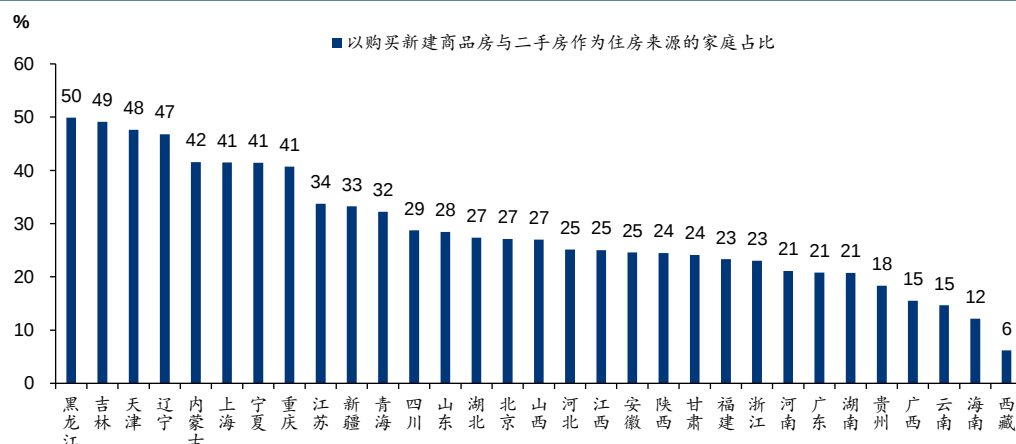
住房来源划分：

省份层面：

每个省份的住房来源现状都有所不同。可以从四个维度来评判各个省份的主要特点：商品房市场发展程度（商品房）、保障房保障范围（保障房）、自建房的现状（自建房）以及租房人群比例（租赁住房）。

1、商品房市场发展程度：从以购买新建商品房与二手房作为住房来源的家庭占比来看，占比越高，商品房交易相对更多，市场阶段更为成熟。该比例最高的五个省份分别为黑龙江（49.9%）、吉林（49.1%）、天津（47.6%）、辽宁（46.8%）、内蒙古（41.5%）；最低的五个省份分别为西藏（6.2%）、海南（12.1%）、云南（14.6%）、广西（15.5%）、贵州（18.3%）。

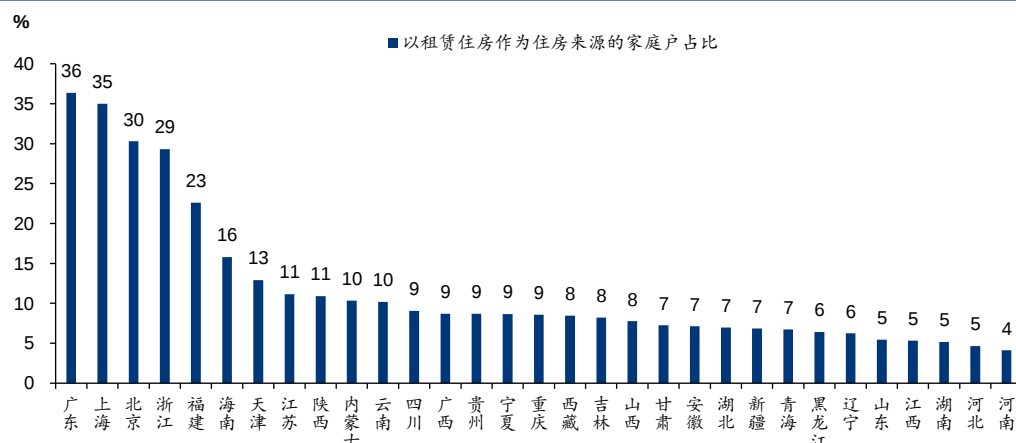
图表46：七普 31 省份以购买新建商品房与二手房作为住房来源的家庭占比



资料来源：国家统计局，华泰研究

2、租赁住房：以租赁住房作为住房来源的家庭户占比最高的前五省份，分别为广东（36.4%）、上海（35.0%）、北京（30.3%）、浙江（29.3%）、福建（22.6%）；占比最低的五个省份为河南（4.1%）、河北（4.6%）、湖南（5.2%）、江西（5.3%）、山东（5.4%）。

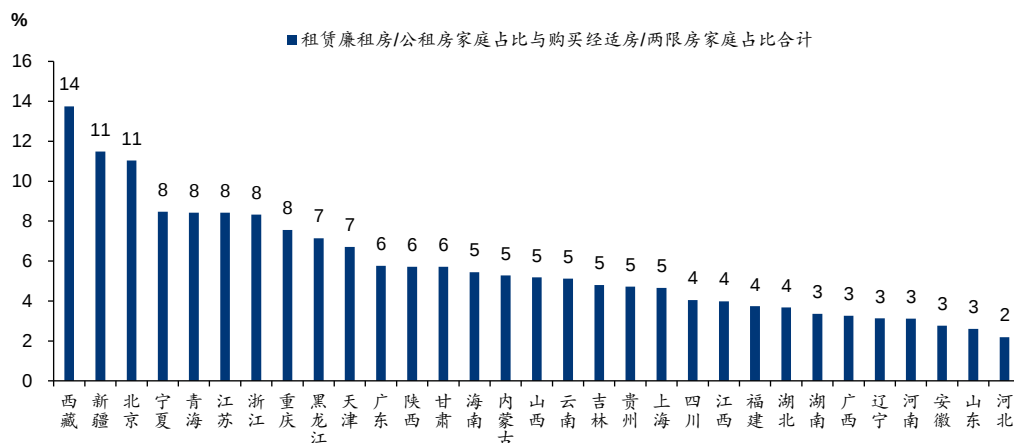
图表47：七普 31 省份以租赁住房作为住房来源的家庭户占比



资料来源：国家统计局，华泰研究

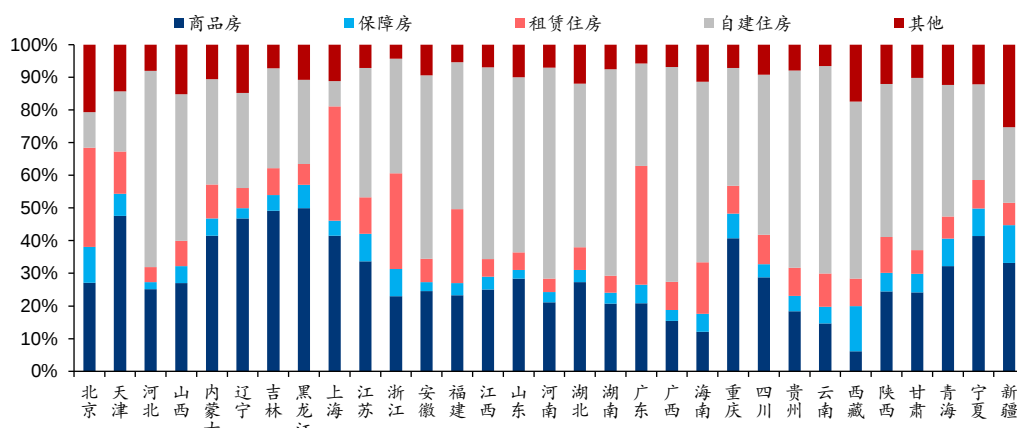
3、保障房保障范围：根据七普数据，我国保障房保障范围（租赁廉租房/公租房家庭占比+购买经适房/两限房家庭占比）最高的五个省份为西藏（13.7%）、新疆（11.5%）、北京（11.0%）、宁夏（8.5%）、青海（8.4%）；最低的五个省份分别为河北（2.2%）、山东（2.6%）、安徽（2.8%）、河南（3.1%）、辽宁（3.1%）。

图表48：七普 31 省份租赁廉租房/公租房家庭占比与购买经适房/两限房家庭占比合计



资料来源：国家统计局，华泰研究

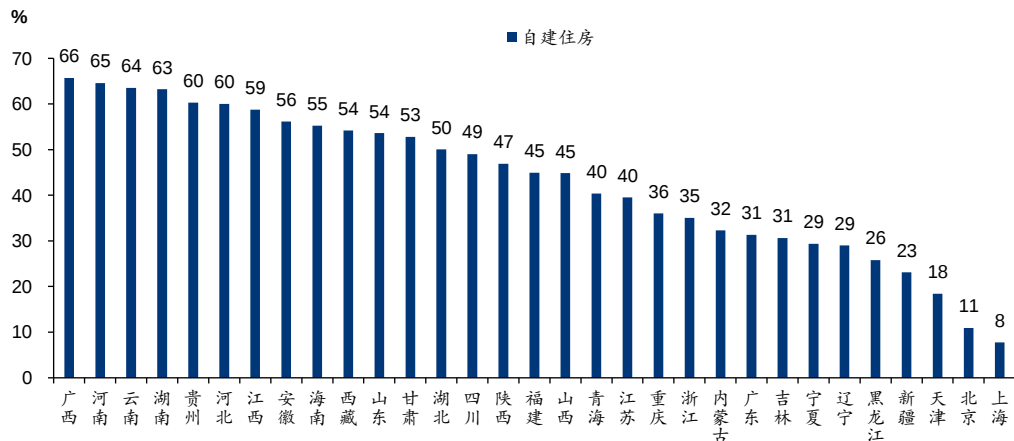
图表49：七普 31 省份家庭户分布（按住房来源划分）



资料来源：国家统计局，华泰研究

自建房：省份中以自建房作为住房来源的家庭户占比最高的为广西(65.7%)、河南(64.6%)、云南(63.6%)、湖南(63.2%)、贵州(60.3%)；占比最低的为上海(7.8%)、北京(10.9%)、天津(18.4%)、新疆(23.2%)、黑龙江(25.8%)。

图表50：七普 31 省份以自建住房作为住房来源的家庭占比

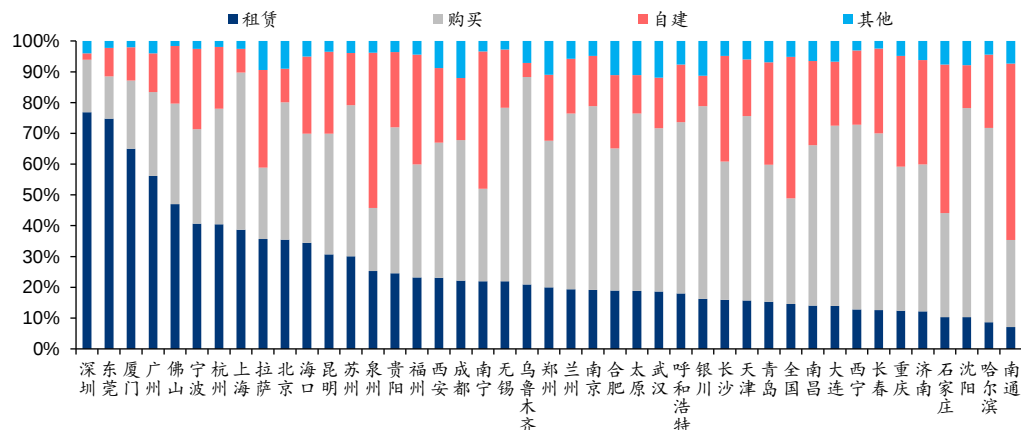


资料来源：国家统计局，华泰研究

城市层面：

租房：以租房作为住房来源的家庭占比最高的五个城市为深圳（77%）、东莞（75%）、厦门（65%）、广州（56%）、佛山（47%），占比最低的五个城市为南通（7%）、哈尔滨（9%）、沈阳（10%）、石家庄（10%）、济南（12%）。

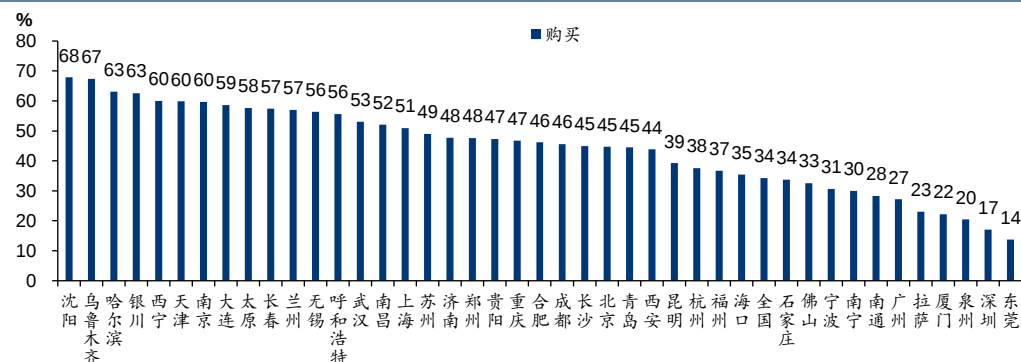
图表51：七普 42 城市家庭户分布（按住房来源划分）



资料来源：国家统计局，华泰研究

买房：以买房作为住房来源的家庭占比最高的五个城市为沈阳（68%）、乌鲁木齐（67%）、哈尔滨（63%）、银川（63%）、西宁（60%）；买房来源占比最低（市场空间相对较大）的五个城市为东莞（14%）、深圳（17%）、泉州（20%）、厦门（22%）、拉萨（23%）。

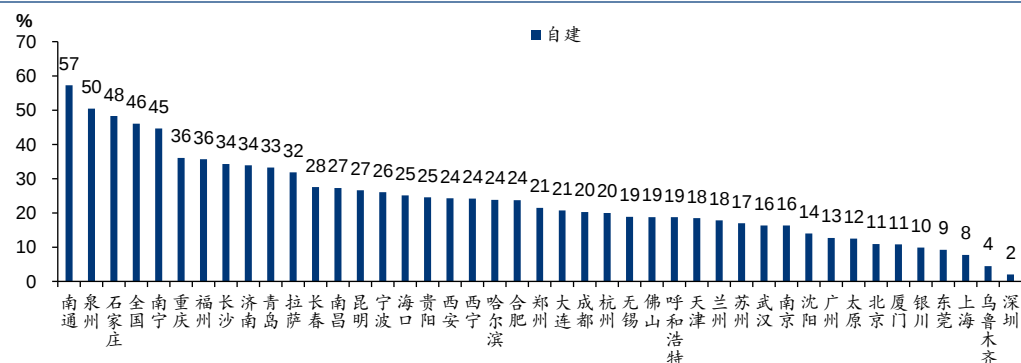
图表52： 七普 42 城市以购买住房为住房来源的家庭占比排名



资料来源：国家统计局，华泰研究

自建房：以自建房作为住房来源的家庭占比最高的五个城市为南通（57%）、泉州（50%）、石家庄（48%）、南宁（46%）、重庆（45%）；自建房来源占比最低的五个城市为深圳（2%）、乌鲁木齐（4%）、上海（8%）、东莞（9%）、银川（10%）。

图表53：七普42城市以自建房为住房来源的家庭占比排名



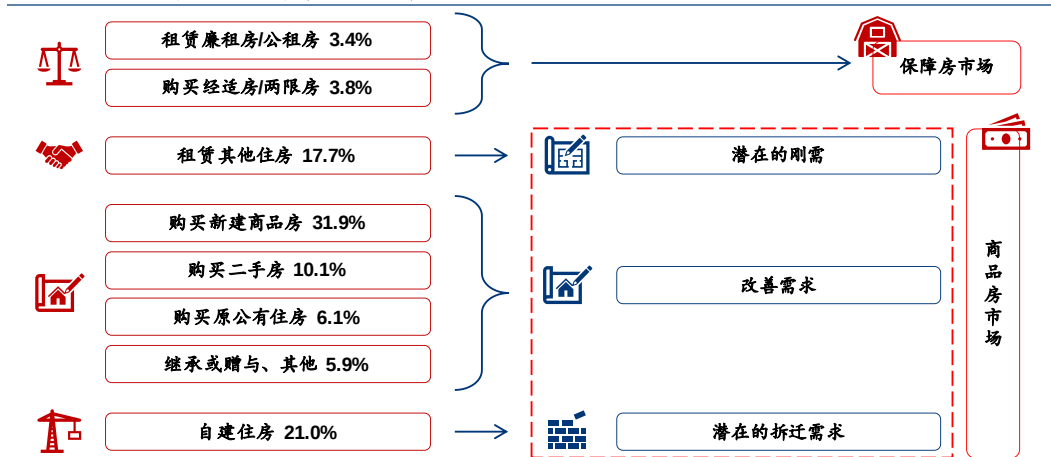
资料来源：国家统计局，华泰研究

住房改善需求面积测算及展望：或将带动约 78 亿平面积增量

潜在改善需求测算

在当下住房需求重点转向改善的背景之下，我们希望从底线思维出发，从居住空间改善的角度对改善需求带动的需求增量进行测算。根据七普住房调查，城镇范围，居住在普通住宅的家庭约 2.92 亿户；且根据七普住房来源抽样调查，城镇家庭中，有房且非保障房的家庭占比约为 54.1%，约 1.58 亿户。我们按人均住房建筑面积将有房城镇家庭分为五组：16 平以下、17-19、20-29、30-39、40 平以上。对应的家庭户数分别为 1786、580、3324、2772、7334 万户，占比分别约 11.3%、3.7%、21.1%、17.6%、46.4%。

图表54：七普住房来源与住房需求对应关系图示



资料来源：国家统计局，华泰研究

关于面积提升假设，我们参考前文所述中国城镇家庭居民人均住房面积标准划分（建筑面积口径），底线标准（17.3）、提升标准（26.6-39.9）、舒适标准（39.9-53.2）。我们认为目前 16 平以下、17-19 组的家庭户的改善目标是提升标准的下限面积，即人均住房建筑面积约 27 平，对应套均面积 68 平（按城镇家庭平均规模 2.57 人计算）；人均住房面积 20-29、30-39 的家庭组分别对应的下一阶段改善目标面积分别为人均住房建筑面积 33、47 平，分别对应套均面积 85、120 平。人均住房建筑面积在 40 平以上反映住房资源较足，假设暂时不进行空间改善。

根据测算，若 16 平以下、17-19、20-29、30-39 四个家庭组均达成至下一人均住房面积目标的改善，分别可拉动 12.2、39.6、28.4、33.1 亿平住房需求面积，合计约 77.7 亿平。需要注意的是，我们这个测算仅针对理论改善空间，并未考虑购买力和其他因素影响。如果考虑到当中有 45% 需求靠存量房消化（住建部表示 2023 年 1 到 11 月，二手房成交量占新房和二手房交易总量的比重近 40%），则对应二手房需求面积约 35.0 亿平，新房需求面积约 42.8 亿平。静态计算来看，改善后的人均住房建筑面积将提升至 42.4 平/人，较 2020 年的 37.0 平/人提升 15%；对应人均住房使用面积约 31.9 平/人。

图表55：居住空间带来的住房改善需求测算（面积层面）

城镇家庭户数（万户）	16 平以下	17-19	20-29	30-39	40 平以上
城市	2,533.9	811.4	4,254.9	3,373.1	8,244.8
镇	766.6	260.0	1,887.2	1,750.4	5,309.2
城镇	3,300	1,071	6,142	5,124	13,554
各类家庭占比	11.3%	3.7%	21.0%	17.6%	46.4%
有房家庭（万户）	16 平以下	17-19	20-29	30-39	40 平以上
城市	1,371.1	439.1	2,302.3	1,825.2	4,461.3
镇	414.8	140.7	1,021.2	947.2	2,872.8
城镇	1,786	580	3,324	2,772	7,334
下阶段改善目标	提升标准下限	提升标准下限	中档提升标准	中档舒适标准	不提升
对应人均建筑面积（平）	27	27	33	47	
对应套均面积（平）	68.4	68.4	85.5	119.6	
改善需求带动面积（万平）	122,087.2	39,633.9	284,002.8	331,665.7	
二手房需求比例（万平）	45%	45%	45%	45%	
二手房需求面积	54,939.2	17,835.3	127,801.2	149,249.6	
新房需求面积	67,148.0	21,798.7	156,201.5	182,416.1	

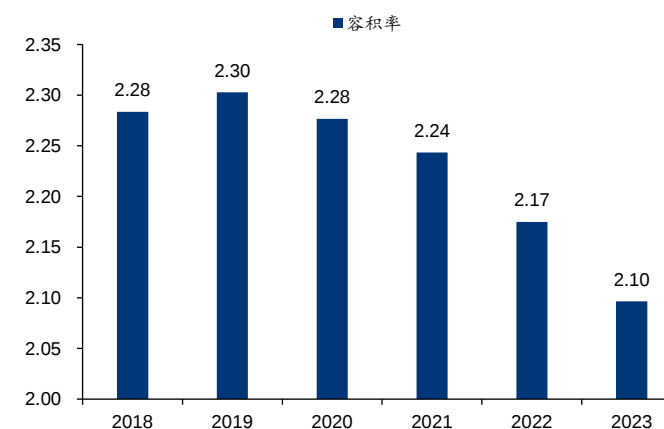
资料来源：国家统计局，华泰研究预测

改善性需求影响下的行业展望

我们认为在房地产新模式发展背景下，我国住房需求的重点将从住有所居转向住有宜居，未来向高质量发展的趋势明确，我们站在当下，对未来市场的潜在变化进行畅想：

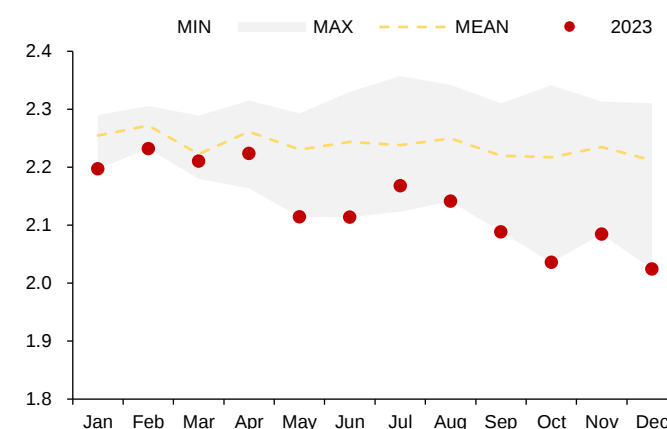
- 政策端：**针对改善性、置换性需求的政策支持或将持续友好及强化，如税收政策优惠、行政政策优化等；
- 市场端：**随着房地产行业双轨制的推进，配售型保障房将在一定程度上保障刚性需求，而商品房市场则在改善性需求上扮演更多的角色，其中居住品质、居住体验等将成为市场的一个重要选择标签，大面积段、多房间数的商品房占比可能会持续提高；
- 供应端：**改善性需求也将逐步体现在土地市场供应端，土地容积率可能趋于降低，部分高能级城市低容积率土地可能会重出江湖；
- 企业端：**在高周转模式下，房企普遍追求杠杆的极致，而在未来，更加具备改善型产品能力、具备综合开发能力的房企将会更加受到市场的认可，且或将进一步体现在市场份额乃至市值上。

图表56：2018-2023 年成交土地容积率变化，年度



资料来源：中指研究院，华泰研究

图表57：2018-2023 年成交土地容积率变化，月度



资料来源：中指研究院，华泰研究



风险提示

调查数据误差风险：我国住房方面的调查有多个来源，第七次人口普查只是其中一个，调查以入户填写调查问卷为主，反映的是调查时点居住该户居民的居住情况与住房拥有情况，该时点的数据或不能全面准确的反映全国住房拥有情况。

测算误差风险：住房来源数据为抽样调查所得，而家庭户为普查所得，全国具备改善需求的家庭户数测算可能会存在偏差。另外，我们测算的是从需求的角度看有多少改善的需要，但没有考虑到改善的能力，可能真正能改善的家庭数与我们的测算有一定偏差。

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。

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。

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2024年华泰证券股份有限公司