

过去二十年是中国房地产市场黄金二十年。2019-2021年，连续三年商品住宅销售面积超15亿平，足够4000万家庭入住。恰逢近年地产持续低景气，有关中国地产是否过剩的讨论日益热烈。

拨开迷雾，本文试图厘清中国城镇存量住宅真实情况，据此判断中国未来地产趋势。

### ➤ 有媒体渲染中国地产存量极度过剩，事实是否如此？

住建部披露全国有近6亿栋房屋建筑，第七次人口普查调查数据显示城镇家庭户人均住宅间数为1.06间。市场陷入怀疑，中国房子是否真的过剩？

事实上住建部披露的近6亿栋城乡房屋建筑中，城镇建筑占比不到一成，其中还包括大量城镇非住宅建筑，如商业办公楼、学校等，因此**6亿栋房屋中城镇住宅占比极低**。

七普显示中国城镇居民人均住宅间数为1.06间，但居住舒适不是人均一间房所能满足，它与房屋质量、居住面积、配套设施等因素密切相关。中国的人均住宅间数较发达国家还有很大差距。**人均住宅间数大于1同样并不意味着中国住宅市场已经饱和**。

### ➤ 我们测算发现中国城镇居民户均1套房，其中每户持有商品住宅仅0.64套。

目前并无直接公布中国家庭户均住宅的数据，我们根据商品住宅套数、商品住宅占比和城镇家庭户数，计算出城镇家庭住宅套户比。

测算结果显示，目前城镇家庭户均拥有0.86套房，其中0.54套为商品住宅。若期房顺利交付，直至**2024年，中国每户城镇家庭才拥有1套住宅，其中商业住宅仅0.64套**。

### ➤ 户均一套房似乎意味着户户有房，然而事实上中国住宅市场供需并不平衡。

国际数据显示，**成熟房地产市场的住宅套户比会大于1，在1.1左右**。

之所以说不平衡，是因为户均一套房无法满足流动人口的租赁和置业需求。全国总人口的近三成都是流动人口，流动人口会选择在大城市租房挣钱，在老家买房，从而产生了额外的住宅需求。

### ➤ 即便户均一套房，中国未来地产仍有四大新增需求动力。

第一，户均人口规模缩小，一人户、两人户占比不断增加，导致家庭户数增多。小家庭化趋势将延续，带来新户购房需求增长。

第二，经济板块的分化日益明显，区域经济资源分配的再集中吸引着人口流入，人口净迁入城市的新增住宅需求有望持续旺盛。

第三，30%左右的家庭住在2000年以前建成的住宅中，涉及超9000万家庭、81亿平方米的住宅建筑面积。促成“老破小”住宅的改造势在必行。

第四，中国的人均住宅间数与人均住宅建筑面积均较发达国家有着不小差距，“住上更大房子”的改善性需求正在不断增加。

### ➤ 黄金二十年之后，当下中国地产步入大分化时代而非停滞期。

如果说过去二十年是中国地产黄金发展期，地产矛盾更多体现为住宅供给存在不足，这是过去二十年房价快速上涨基石。那么当下房地产大分化时代已至，大分化时代下地产矛盾则更多体现在住宅质量供需冲突。

地产大分化必将体现在不同能级城市之间，不同区域板块之间，不同品质住宅之间。

**风险提示：**人口普查数据调查并没有针对住宅，可能存在统计偏差；商品住宅占比实际值可能偏低，其增速可能超预期。



分析师 **周君芝**

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

### 相关研究

- 1.全球大类资产跟踪周报（2023年第18期）：政策预期再度升温-2023/05/14
- 2.流动性跟踪周报：“债牛”走到了哪一阶段-2023/05/13
- 3.2023年4月金融和物价数据点评：站在通缩的边缘-2023/05/12
- 4.宏观事件点评：存款利率上限再次下调是什么信号？-2023/05/11
- 5.美国4月CPI数据点评：美国通胀脱敏-2023/05/11

# 目录

引言: .....	3
<b>1 如何有效观察中国户均拥有住宅数量 .....</b>	<b>4</b>
1.1 中国住宅数量过剩的直观判断站不住脚 .....	4
1.2 中国户均住宅的测算思路、数据和方法 .....	4
<b>2 城镇家庭户均拥有 1.02 套房 .....</b>	<b>5</b>
2.1 城镇居民户均拥有商品住宅 0.64 套 .....	6
2.2 城镇居民户均拥有住宅 1.02 套 .....	6
<b>3 城镇户均一套房的三点含义 .....</b>	<b>7</b>
3.1 户均一套房并不意味着住宅市场供需平衡 .....	7
3.2 至少 9000 万户家庭住宅品质仍需改善 .....	8
3.3 人均住宅面积扩张是未来地产的需求驱动力 .....	9
<b>4 户均已然 1 套房，未来地产还会有需求么？ .....</b>	<b>11</b>
<b>5 风险提示 .....</b>	<b>14</b>
<b>插图目录 .....</b>	<b>15</b>

## 引言:

不久前，官方披露全国已有近 6 亿栋房屋建筑，引发热议。从 2 月以来，各大城市二手房挂牌量突然激增，引发市场对二手房“抛售潮”的猜想。

让市场不禁担心，中国的房子是否已经过剩？

中国城镇住宅到底是供给过剩，还是供需平衡，或是仍然存在不足？可惜由于住宅存量数据并未公布，我们无法直接知晓具体情况。

拨开迷雾，我们测算出中国城镇家庭户均拥有住宅套数，回答当前的房子是否真的过剩了？据此判断未来房地产市场会如何发展。

# 1 如何有效观察中国户均拥有住宅数量

## 1.1 中国住宅数量过剩的直观判断站不住脚

今年 2 月，在以全国自然灾害综合风险普查工作情况为主题的新闻发布会上，负责人对外披露：“住宅城乡建设行业获取了全国近 6 亿栋城乡房屋建筑数据以及 80 多万处市政设施数据。”

14 亿人住 6 亿栋房屋建筑，平均每栋建筑住不到 3 人，住宅市场看似已经过剩。

在这近 6 亿栋房屋建筑中，农村房屋占 9 成以上，以栋数计算的城镇房屋实际仅有 4700 多万栋，还包括了大量商业楼、写字楼、学校、医院等非住宅。总的算下来，住宅占比并不大。

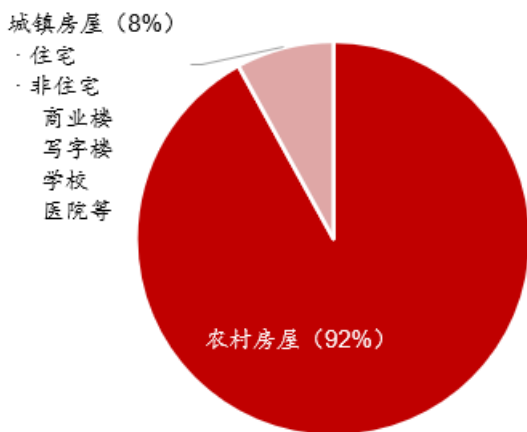
第七次人口普查数据公布了中国城镇家庭户人均住宅间数为 1.06 间，其中城市家庭户居民人均 0.99 间，乡镇家庭户居民人均 1.18 间。

人均住宅间数大于 1，看似意味着人人都有房间居住。

居住水平不仅与房间数量有关，更与房屋质量、居住面积、配套设施等因素密切相关。单单从人均住宅间数不能完全反映出城镇居民的居住水平。

中国主要是以家庭为单位购买成套住宅，一套设施齐全的住宅才是城镇居民宜居的选择。

图1：6 亿栋房屋建筑中城镇住宅占比并不大



资料来源：中国建设报、民生证券研究院

## 1.2 中国户均住宅的测算思路、数据和方法

中国城镇居民住宅主要分两大类，一类是商品住宅，另一类是保障房、原公

## 有住宅、自建房等非商品住宅。

目前缺乏统计数据，并没有直接公布城镇住宅数量。居民住宅相关数据有两处可以直接公布，一是每年商品住宅销售套数（统计局）；二是居民住宅来源（人口普查数据）。计算中国居民人均住宅数量，我们主要用到上述两组数据。

**中国住宅改革始于1998年，1998年之前商品住宅数量极少，可忽略不计。**

### 估算城镇居民人均住宅套数分三步走：

第一步，将1999年以来每年商品住宅销售套数相加，我们就能够得到当前商品住宅总存量。

第二步，根据城镇居民拥有的商品住宅和非商品住宅比例，推算得到居民住宅总套数。

第三步，将城镇居民拥有的商品住宅总数除以家庭户数，我们就能够得到城镇人均拥有的住宅数量。

具体计算公式如下：

**城镇家庭住宅套户比=住宅总套数/家庭户数**

**= (商品住宅套数/家庭户数) / (商品住宅套数/住宅总套数)**

**=商品住宅套户比/商品住宅占比**

**图2：当前中国的城镇住宅体系**

	一级分类	二级分类	定义
城镇住宅体系	商品住宅	--	产权明晰完整、可进行市场化自由交易
	非商品住宅	保障房	满足居民基本住宅需求，无产权或有限产权，包括廉租房、公租房、棚改房等
		已购公有住宅	职工按照成本价或者标准价购买的房改前存量公房，满足条件可获得产权，包括央产房、军产房、房改房
		自建房	拥有自有土地的单位和个人自行建造、产权完整，含农民带房进城，即因城镇化导致“农改非”人口的住宅

资料来源：内蒙古镶黄旗人民政府信息公开平台和第七次全国人口普查方案等公开资料、民生证券研究院整理

## 2 城镇家庭户均拥有 1.02 套房

中国住宅存量到底有多少，目前缺乏一个准确统计。我们利用既有统计数据，大致测算得到中国存量房地产套数，并进一步推算中国城镇家庭户均拥有的住宅数量。

## 2.1 城镇居民人均拥有商品住宅 0.64 套

截至 2022 年，我们计算得到：

**(一) 中国商品住宅累计销售 1.97 亿套。**

**(二) 城镇家庭人均拥有 0.64 套商品住宅（包含现房和期房）。**

中国的房地产销售以期房为主，从 2019 年开始，新房销售中期房占比近 9 成。本文去除商品住宅累计销售套数里的期房销售，得到商品住宅现房套数。

以 2022 年商品住宅现房套数计算为例：

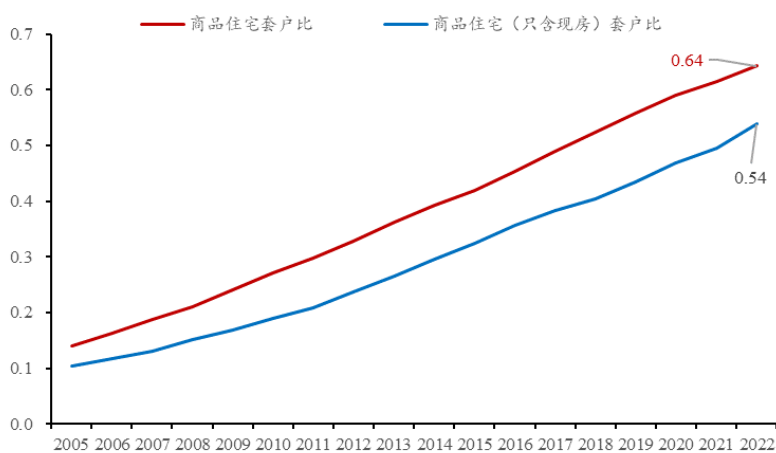
2022 年商品住宅现房套数 = 截止到 2022 年商品住宅累计销售套数 - 过去三年 (2020、2021 和 2022 年) 的期房销售额。

主流房企竣工周期在 2-3 年，并考虑到交房后装修的时间，取最大值 3 年。

将商品住宅现房套数除以家庭户数，算出：

**(三) 目前中国城镇家庭人均拥有 0.54 套商品现房住宅。**

**图3：中国平均每户城镇家庭已经拥有 0.64 套商品住宅（含期房）**



资料来源：国家统计局、民生证券研究院测算

## 2.2 城镇居民人均拥有住宅 1.02 套

接下来我们需要进一步推算中国城镇居民拥有的户均住宅套数。

首先，七普数据显示中国城镇居民的住宅结构特征如下：

73.8%的城镇家庭拥有住宅。其中自建住宅占比 21%，购买商品住宅占比 31.9%、二手房占比 10.1%、经济适用房占比 3.8%、原公有住宅占比 6.1%，通过继承或赠与占比 0.9%。另有 3.4%和 17.7%的家庭租赁廉租房与其他住宅。

其次，我们假定租赁其他住宅和购买二手房都是商品住宅，因此将租赁其他

住宅、购买商品住宅与购买二手房加总，得到商品住宅占居民所有住宅的比例为 62.8%。

2020 年商品住宅占比为 59.2%，粗略假设 2021 年-2022 年期间商品住宅增幅为过去十年变化幅度的 20%，计算 2011 年-2020 年商品住宅的实际变化比例，从而我们估算出 2022 年商品住宅所占比例，为 62.8%。

最后，截至 2022 年末，中国平均每户城镇家庭拥有 0.86 套住宅。但考虑已购期房，中国平均每户城镇家庭拥有 1.02 套住宅。

如果交房顺利，已购期房会在 2-3 年内陆续交付使用，到 2024 年，中国平均每户城镇家庭都会拥有一套住宅。

图4：2022 年末，商品住宅所占比例已超 6 成。

	2011 年 -2020 年实际变化数值	2020 年	预估 2021 年-2022 年变化数值	2022 年预估占比
商品住宅	14.8%	59.8%	3.0%	62.8%
保障房	0.7%	7.2%	0.1%	7.3%
原有住宅	-6.8%	6.1%	-1.4%	4.8%
自建住宅	-10.5%	21.0%	-2.1%	18.9%
其他	1.8%	5.9%	0.4%	6.2%

资料来源：国家统计局、民生证券研究院测算

### 3 城镇户均一套房的三点含义

既然城镇居民已经达到了户均一套房的程度，“户户有房”是否意味着中国城镇化进展终结，甚至意味着中国地产存量供给绰绰有余？

#### 3.1 户均一套房并不意味着住宅市场供需平衡

需要有多余住宅来满足因人口流动、居民换房等因素产生的住宅需求。因此，成熟房地产市场的住宅套户比会在 1.1 左右。

国际经验来看，2018 年，美国、英国和日本的住宅套户比均高于 1.1，其中，英国的住宅套户比最高，为 1.17，日本为 1.16，美国为 1.14。德国和韩国分别为 1.02 和 1.05。

如果户均刚好一套房，就会造成人口净流入地的住宅市场供不应求，造成房价或房租迅速上涨。

七普指出中国的流动人口 3.76 亿，省内流动人口和省际流动人口分别为 2.51 亿人和 1.25 亿人。

流动人口会选择在大城市租房挣钱，在老家买房。

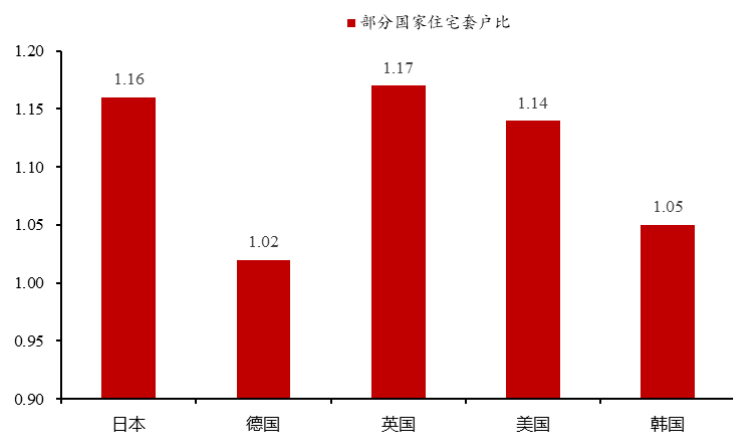
暨南大学 2017 年的中国城乡人口流动调查数据显示，在上海、杭州以及南



京工作的流动人口在老家拥有住宅比例分别为 28%、21%和 18%。大城市的高工资吸引打工人，但高房价迫使打工人回乡置业。

流动人口实际上会占据两套房，在高房价的大城市租赁一套房，在房价较低的县城购买一套房。所以说户均一套房无法满足庞大流动人口的租赁与置业需求。

图5：成熟房地产市场在 2018 年的住宅套户比在 1.1 左右



资料来源：各国统计部门、民生证券研究院测算

### 3.2 至少 9000 万户家庭住宅品质仍需改善

目前，中国的城镇住宅中依然有不少老旧小区。

**三成家庭，也就是约 9000 万户城镇居民住宅是 2000 年以前建成，其中又有 11.6%住宅年龄至少在 33 年以上。**

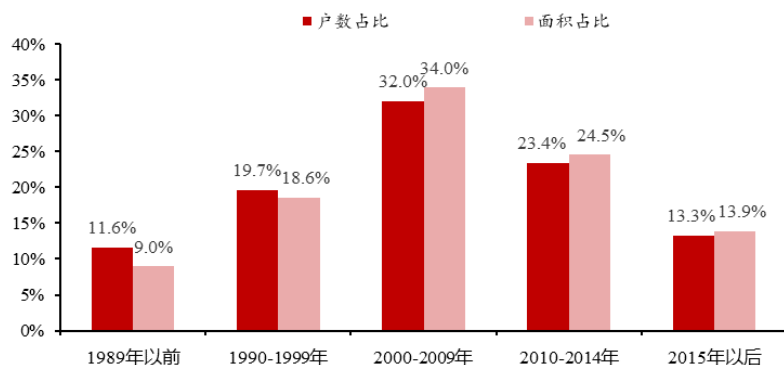
部分建造时间较早的房屋存在着建筑结构松散、设施陈旧、安全隐患大等问题，如电线老化、管道等基础设施陈旧，给住户的生活带来了很大的不便和安全隐患，并且居住体验较差。

**2000 年以前建成的老旧住宅面积小。**占比为 31.3%的家庭户数拥有的住宅面积占比仅为 27.6%。仍然存在 5%左右的家庭没有独立卫浴和厨房。这类上世纪修建的老旧小区很难满足现代生活需求，未来存在拆迁重建的可能。

**近五成的家庭住宅为一居室和二居室，户型偏小。**其中一居室占比为 14.9%，二居室占比为 33%。对比镇，城市家庭住宅户型更小，当然这与城市土地资源紧张有关。

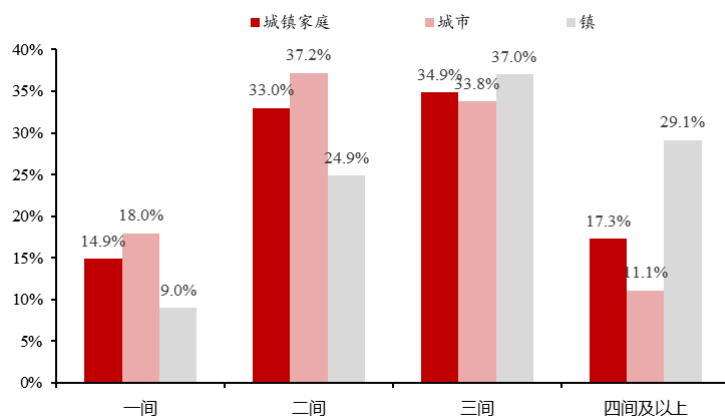


图6：三成居民居住在 2000 年之前建造的房屋里



资料来源：国家统计局、民生证券研究院

图7：近五成城镇家庭住宅为一居室和二居室，户型偏小



资料来源：国家统计局、民生证券研究院

图8：部分家庭的住宅设施还需要得到改善

	2010 年	2020 年
使用煤气与电作为炊事燃料	79.8%	95.3%
管道自来水	86.6%	96.5%
独立厨房	87.1%	95.8%
独立厕所	80.4%	92.7%
独立洗澡设施	71.8%	94.0%

资料来源：国家统计局、民生证券研究院

### 3.3 人均住宅面积扩张是未来地产的需求驱动力

根据七普数据测算，2020 年城镇家庭户住宅存量总面积为 294.6 亿平。暂不考虑两年间农民带房进城和老旧小区拆迁，加上 2021 年和 2022 年商品住宅竣

工面积（7.3 亿与 6.3 亿），得出 2022 年住宅存量总面积为 308.16 亿平，人均住宅建筑面积为 39.45 平方米。

**超过一半的家庭人均住宅建筑面积小于均值**，近 4 成家庭人均住宅建筑面积在 30 平米以下。

**15%的城镇家庭人均住宅建筑面积不足 19 平方米，不及全国人均水平的一半**。若去除 20%的公摊，可使用的住宅面积仅为 15.2 平方米。上海市将人均住宅建筑面积低于 15 平方米的家庭界定为住宅存在困难，若按这个标准算的话，中国有 11.3%的家庭存在住宅困难问题。

**若人均可使用住宅面积为 40 平，即人均住宅建筑面积约为 50 平，只考虑家庭户人数，需要住宅总量约 390.6 亿平，较目前至少新增 82 亿平。**

对比发达国家人均住宅面积，美国为 67 m<sup>2</sup>，瑞士、日本、德国和英国都高于 40 m<sup>2</sup>。若以中国的人均住宅建筑面积 39.45 m<sup>2</sup>比较，差距不大；但若去除公摊面积后，中国的人均可使用面积为 31.56 m<sup>2</sup>，这一差距将变得明显。

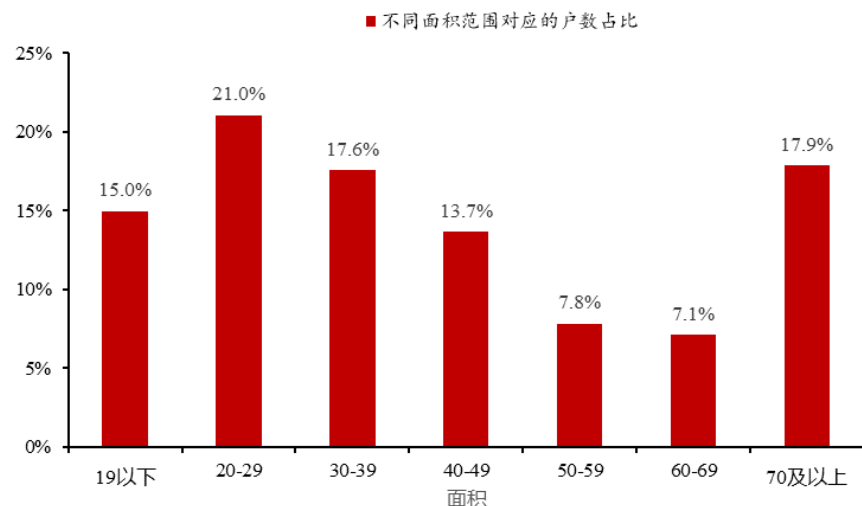
**若考虑约 1.4 亿的集体户人口，所需要的住宅总量会更多。**

图9：总量来存量住宅面积显著增加

	2010 年	2020 年	2022 年
存量房面积 (亿平方米)	178.98	294.56	308.16
人均住宅建筑面积 (平方米)	30.33	38.62	39.45
户均住宅建筑面积 (平方米)	86.39	100.91	102.95

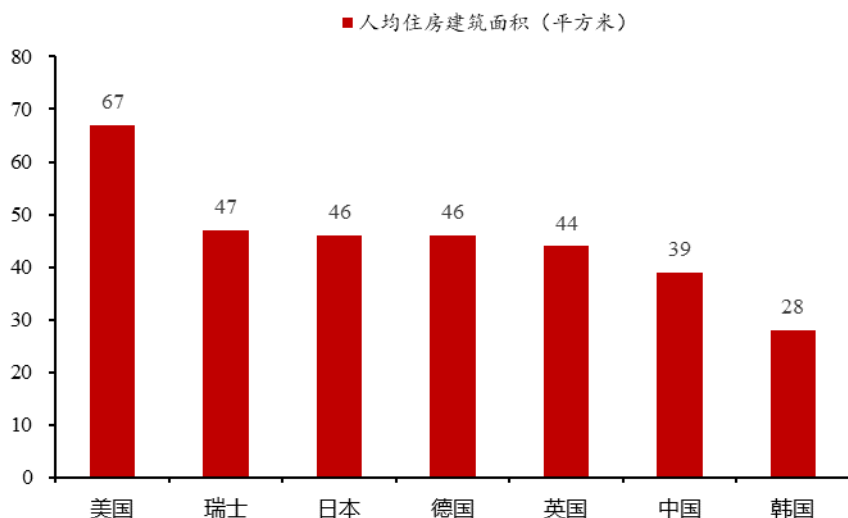
资料来源：国家统计局、民生证券研究院测算

图10：近 4 成家庭人均住宅建筑面积不足 30 平方米



资料来源：国家统计局、民生证券研究院

图11：发达国家人均住宅建筑面积多在 40 平方米以上



资料来源：各国统计局、民生证券研究院测算

## 4 户均已然 1 套房，未来地产还会有需求么？

我们测算得到中国城镇家庭户均 1 套房，看似已经户户有房。即便如此，中国人口静态结构和动态趋势演绎，决定了中国未来地产仍有需求释放。户均 1 套住宅现实之下，中国未来城镇住宅需求主要来自于四个方面。

### 第一，户均人口缩小，家庭户数增多，新户购房需求扩张。

过去 20 年，我国城镇家庭户均人口数不断下降，六普显示城镇户均人口规模为 2.85 人/户，而七普显示城镇户均人口规模为 2.62 人/户，一人户、二人户的占比明显上升，人口小家庭化趋势将继续延续，导致户数会因户均人口规模的缩小而增多。

### 第二，人口迁移导致经济发展带来的新增住宅需求旺盛。

中国经济板块的分化日益明显，资源和生产要素逐步向经济带、都市圈中心城市流入，区域经济资源分配的再集中吸引着人口流入。人口迁移势必涉及到租房租房，给迁入地住宅市场带来新的增量。

以浙江省为例，2021 年常住人口增量为 72 万，而出生人口为 44.9 万人，死亡人口为 38.4 万人，自然增加人口仅为 6.5 万人，其人口增长主要受益于人口迁移。

### 第三，老旧小区改善性需求依然庞大。

从2011年到2020年，自建住宅和原公有住宅的家庭拆迁改建最多。自建房家庭比例从31.5%到21%，下降了10.5个百分点；原公有住宅家庭比例从12.9%到6.1%，降幅为6.8个百分点。二者和（27.1%），再加上其他住宅（5%）与家庭住宅建造时间为2000年以前的比例（31.3%）大致相吻合。

十年间新增8473万家庭户，自建住宅和原公有住宅减少了1282万户，住宅净需求增加9755万户。49%的家庭购买商品住宅，21%的家庭购买二手房。在新增住宅需求中，有7成家庭购买了商品住宅。租房、购买经济适用房和其他分别占比18%，3%和9%。未来随着城中村和旧城改造，商品住宅的占比将会进一步上升。

**2000年以前建造的住宅建筑面积还有约81亿平，涉及城镇家庭约9000万户。**破旧的城中村、老公有住宅，建筑面积小、质量低、基础设施配套差、没有或少有物业管理，居民追求美好、宜居生活的环境，背后的改善性需求有待释放。

### 第四，“住上更大房子”的改善性需求还将有所增加。

刚需购房受限于资金，倾向于中小户型。已有住宅家庭希望提高生活品质，以小换大、以旧换新。2022年底的中央经济工作会议明确指出支持住宅改善等消费。

OECD国家的人均住宅间数为1.71间，无论是否考虑乡村住宅因素，中国的人均住宅间数较其他国家依旧存在不小差距。

住宅舒适度与经济水平有着密切正向联系。随着经济发展水平的提高，中国的人均住宅间数与人均住宅建筑面积将随之增长。

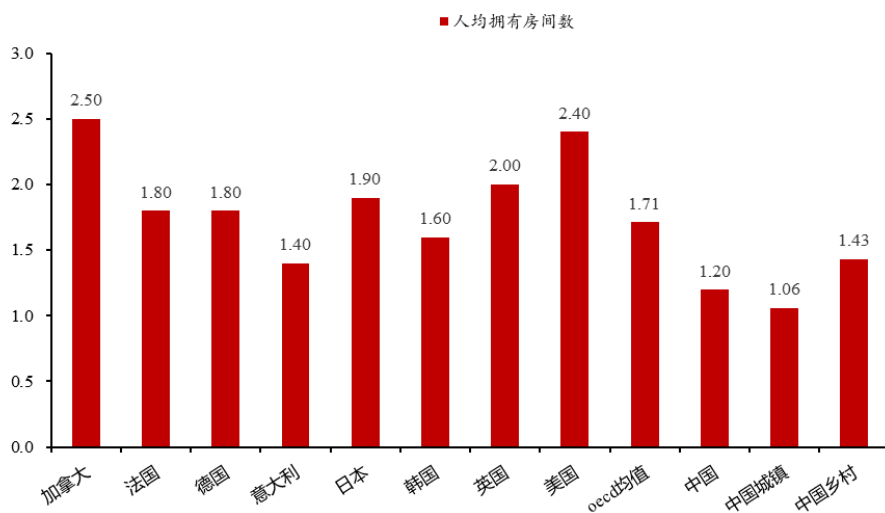
**如果说过去二十年是中国地产黄金发展期，地产矛盾更多体现为住宅供给存在不足，供需出现错配，这是过去二十年房价快速上涨基石。那么未来将是住宅质量的供需冲突。房地产大分化时代已至，这种分化不单局限于城市能级之间差异，优质小区和老旧二手房之间的差异也将越发扩大。**

图12：过去十年里自建住宅和原公有住宅的家庭变化最大

	2010年	2020年	变化数值
租赁廉租住宅	2.4%	3.4%	1.0%
租赁其他住宅	18.6%	17.7%	-0.9%
自建住宅	31.5%	21.0%	<b>-10.5%</b>
购买商品住宅	21.7%	31.9%	<b>10.2%</b>
购买二手房	4.6%	10.1%	<b>5.5%</b>
购买经济适用房	4.1%	3.8%	-0.3%
购买原公有住宅	12.9%	6.1%	<b>-6.8%</b>
继承或赠与		0.9%	
其他	4.1%	5.0%	1.8%
合计	100.0%	100.0%	0.0%

资料来源：国家统计局、民生证券研究院

图13：中国的人均住宅间数较其他国家还有不小的差距



资料来源：OECD、民生证券研究院

## 5 风险提示

- 1) 人口普查数据调查的是人，并不是针对住宅，因此可能存在统计偏差。由于遗漏掉空置的房子，中国城镇家庭的实际套户比将高于本文测算结果。
- 2) 商品住宅占比实际值可能偏低，其增速可能超预期，导致测算结果有偏差。

## 插图目录

图 1: 6 亿栋房屋建筑中城镇住宅占比并不大.....	4
图 2: 当前中国的城镇住宅体系.....	5
图 3: 中国平均每户城镇家庭已经拥有 0.64 套商品住宅 (含期房).....	6
图 4: 2022 年末, 商品住宅所占比例已超 6 成。.....	7
图 5: 成熟房地产市场的住宅套户比在 1.1 左右.....	8
图 6: 三成居民居住在 2000 年之前的房子里.....	9
图 7: 约 5 成的城镇家庭住宅为一居室和二居室, 户型偏小.....	9
图 8: 部分家庭的住宅设施还需要得到改善.....	9
图 9: 总量来存量住宅面积显著增加.....	10
图 10: 近 4 成家庭人均住宅建筑面积不足 30 平方米.....	10
图 11: 发达国家人均住宅建筑面积均在 40 平方米以上.....	11
图 12: 过去十年里自建住宅和原公有住宅的家庭变化最大.....	13
图 13: 中国的人均住宅间数较其他国家还有不小的差距.....	13



## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026