

## 房地产

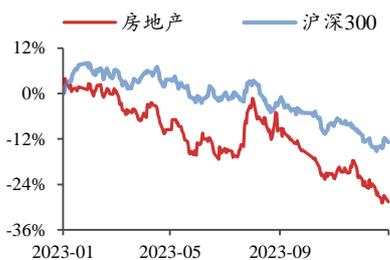
2024年01月02日

投资评级：看好（维持）

# 保障房系列报告一：租售并举双轨制逐渐完善，保障房建设破竹建瓴

——行业深度报告

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《行业新发展模式加快构建，“稳市场”政策见效可期——行业周报》

-2024.1.1

《新房成交同环比增长，坚持“房住不炒”总基调——行业周报》

-2023.12.24

《销售延续低迷态势，单月新开工同比增长——行业点评报告》-2023.12.18

齐东（分析师）

qidong@kysec.cn

证书编号：S0790522010002

### ● 以售为主到以租为主，保障房政策转变成熟

我国保障房体系主要分为出售型和出租型，主要包含了公租房、保障性租赁住房 and 共有产权住房三种类型，住房保障制度主要可以分为四个阶段，建设重点也从廉租房和经适房转向保租房，市场+保障双轨制住房将逐渐形成，2023年14号文也明确了保障性住房的原则和配套支持政策，我们预计未来城中村改造和保租房建设投资将成为保障性安居工程支出的重点。“十四五”期间我国计划建设筹集保障性租赁住房900万套，四座一线城市保障房规划筹建套数累计超200万套，都将达本市住房供应总量的40%以上。

### ● 保障房展望：盘活存量资产，资金来源多样化

重点城市规划的保障性租赁住房数量和常住人口基本正相关，存在部分城市供给不足，部分城市供给过剩等问题。我们认为在目前的市场供求形势下，900万套全部新建的难度较高，存量盘活将成为保障房目标完成的重要方式。指导意见明确了未来建设保障性住房的三大资金来源：中央补助、地方专项债和公积金发放开发贷。我们预测2023年204万套保障房预计带动投资额约6800亿元，约占2023年预计房地产开发投资额5.7%，“十四五”期间剩余缺口近400万套，带动投资额约1.3万亿元，后续若保障房建设加速，对房地产投资贡献值得期待。

### ● 全球国家租赁房经验参考：以新加坡和德国为例

新加坡住房模式的核心是价格较低的组屋体系，由此形成廉租房、廉价房和高端私人住宅为一体的阶梯化供应体系，这种模式成功的关键在于政府大力扶持、低价和独家供应保障住房供给充足、价格低廉，并且监管严格，超过80%的家庭居住在政府提供的组屋里，超过90%的家庭拥有组屋产权。2021年德国住房自有率仅42%，而主要城市租赁比率基本达到80%，租赁住房供给充足，租赁立法和执行保障完善，房价涨幅和波动远小于其他发达国家。

### ● 投资建议

国内住房保障体系经历了以售为主的经济适用房到以租为主的多种类保障房的转变，来住房保障制度将保持租售并举模式，“市场+保障”双轨制将逐渐完善。保障房体系可以缓解居民住房压力，盘活闲置土地和存量住房，“商改保”帮助房企去化库存，同时拉动投资促进宏观经济，我们预计2024年保障房建设的相关细则和规划会进一步出台。我们持续看好投资强度高、布局区域优、机制市场化的强信用房企。受益标的：(1) 保利发展、招商蛇口、中国海外发展、建发股份、越秀地产、华发股份等优质央企国企；(2) 万科A、金地集团、美的置业、新城控股等财务稳健的民企和混合所有制企业。

### ● 风险提示：政策落地不及预期、资金到位不及预期、保障性住房布局供需错配。

## 目 录

1、	以售为主到以租为主，保障房政策转变成熟.....	5
1.1、	种类介绍：分为出售型保障房和出租型保障房.....	5
1.2、	历史沿革：福利住房演化为双轨制.....	6
1.3、	近期政策：2021 年来重点推进保租房建设.....	7
1.4、	14 号文指导意见推动保障房建设高质量发展.....	9
2、	因城施策持续推进，保租房市场高质量发展.....	10
2.1、	多城出台“十四五”规划，扩大保租房供给.....	10
2.2、	保障房供应短缺，核心城市存在供需错配问题.....	12
2.3、	供求形势产生新变化，存量资产盘活成为筹集房源重要来源.....	13
2.4、	资金来源多样，多重保障支持保障房建设.....	15
2.5、	利润空间有限，有望托底 2024 年地产投资.....	16
3、	保租房建设现状：以深圳、上海、西安为例.....	17
3.1、	深圳适时调整政策，多层次满足租住需求.....	17
3.1.1、	取消政策性支持住房，追加 20 万套保租房.....	17
3.1.2、	新供应建设用地为主，坚持以市场需求为导向.....	18
3.2、	上海各区供应均衡，已上线 50 个保租房项目.....	21
3.3、	西安遵循以需定供，国企为主要生力军.....	25
3.3.1、	供需结构性错配，多渠道保障保租房用地.....	25
3.3.2、	已运营项目相对集中，供应进度值得期待.....	26
3.3.3、	引导多方主体投资，充分发挥市场机制.....	27
4、	他山之石：新加坡和德国租赁房经验参考.....	29
4.1、	从租金收益率判断城市保障房属性.....	29
4.2、	新加坡模式：“居者有其屋”的广泛保障.....	30
4.3、	德国模式：社会福利体系中的可负担住房典范.....	34
5、	投资建议.....	36
6、	风险提示.....	37

## 图表目录

图 1：	我国保障房种类主要分为出售型和出租型.....	5
图 2：	我国保障房体系建设历经二十余年发生较大变化.....	6
图 3：	经济适用房投资占地产投资比例不断下降.....	7
图 4：	保障性安居工程支出近年来有所下降.....	7
图 5：	保障房建设重点从廉租房和棚改转向保租房.....	7
图 6：	广东和浙江省“十四五”规划新增保租房超 120 万套.....	10
图 7：	一线城市十四五计划保障房供应套数占比均超 40%.....	11
图 8：	城市常住人口与保障性租赁住房建设量基本正相关.....	13
图 9：	上海保障性租赁住房的筹集渠道主要为新建、配建、改建.....	14
图 10：	深圳保障性租赁住房六种筹集渠道收储房源.....	14
图 11：	2022 年中央财政安排城镇保障性安居工程补助资金 708 亿元.....	15
图 12：	2020 年保障性开发贷余额到达峰值后趋于稳定.....	15
图 13：	中央到地方都出台了部分资金支持细则确保保障房建设按计划执行.....	16

图 14: 深圳取消原有安居型商品房、人才住房住房类型.....	17
图 15: 深圳原“十四五”规划供应居住用地不少于 15 平方公里 (平方公里) .....	18
图 16: 深圳原“十四五”规划前三年供应居住用地不少于五年总量的 70%.....	18
图 17: 深圳原“十四五”规划期前三年公共住房建成比例为 72% (单位: 万套) .....	19
图 18: 深圳公共住房主要集中于宝安、龙岗、龙华、南山.....	19
图 19: 深圳保租房主要集中于宝安、龙岗、龙华、南山.....	19
图 20: 深圳 2023 年春节后租房倾向于龙岗、南山、福田三区.....	20
图 21: 深圳安居萃云阁项目提供了三种户型实现拎包入住.....	20
图 22: 上海全市投运的保租房出租率平均达到 74% .....	22
图 23: 上海已开工在建的保租房户型以小户型为主.....	22
图 24: 浦东新区和闵行保租房上市套数较充足.....	23
图 25: 上海保租房在各个区域分布较均匀.....	23
图 26: 黄浦璟湾公寓保租房拥有一居室到三居室不同户型.....	24
图 27: 望月路 515 号保租房项目定位为城市建设者管理者之家.....	24
图 28: 华润有巢马桥店 5 号楼是上海市闵行区首个“新时代城市建设者管理者之家”.....	25
图 29: 西安租赁住房出租房源以中大户型为主.....	25
图 30: 西安“十四五”期间计划新增保租房 30 万套 (万套) .....	25
图 31: 西安“十四五”期间保租房以新供应国有建设用地为主 .....	26
图 32: “十四五”期间西咸新区和高新区建设和供应合计占比均为 43.3%.....	26
图 33: 西安已经运营的保障性租赁住房主要分布于三环周边.....	27
图 34: 西安市 2023 年三季度租赁居住的需求主要集中于雁塔、西咸两大区域.....	27
图 35: 西安市引导多市场主体投资建设保租房.....	28
图 36: 万科泊寓、魔方公寓、龙湖冠寓、朗诗寓较早进入西安市场.....	29
图 37: 我国住房自住率在主流国家中领先.....	29
图 38: 截至 2023H1 我国房价收入比在主流国家中领先.....	29
图 39: 国内城市市中心租金收益率低于全球主流城市.....	30
图 40: 新加坡住房持有率自 1990 年来保持在 90%左右 .....	31
图 41: 新加坡 2022 年组屋户数占比 77.9%.....	31
图 42: 新加坡住房形成了阶梯化供应体系.....	32
图 43: 新加坡组屋历经 80 年发展更加注重配套和创新智能化.....	33
图 44: 新加坡组屋建设与城市规划连为一体.....	34
图 45: 德国 2021 年住房自住率在发达国家中相对偏低.....	34
图 46: 德国主要城市 2018 年住房自住率低.....	34
图 47: 德国住房新建规模相对稳定 .....	35
图 48: 德国住房政府直接供给比例小 .....	35
图 49: 德国住房合作社租赁房多以低密度公寓为主.....	36
表 1: 三种保障房类型适用人群和申请条件有所不同.....	5
表 2: 2021 年以来中央持续出台宽松的保障性住房政策.....	7
表 3: 14 号文详细规划了保障性住房的原则和配套支持政策.....	9
表 4: 多个一二线城市已出台“十四五”期间保租房规划细则 .....	11
表 5: 2020-2021 年重点城市成交土地中保障房建面占比均不超过 20% (万方) .....	12
表 6: 我们预测保障房带动投资约占 2023 年预计房地产开发投资额 5.7%.....	16
表 7: 深圳保障性住房可以满足合理租住需求.....	18
表 8: 截至 11 月中旬上海累计建设筹措各类保租房完成规划目标 75%.....	21

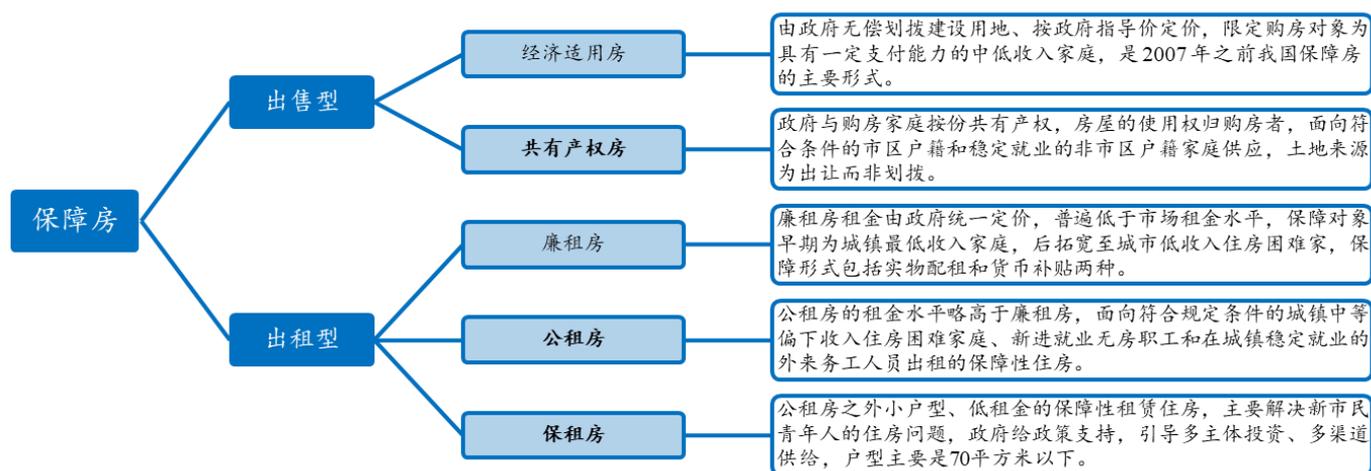
表 9: 上海保障性租赁住房用地供应在各区域间分布相对均匀 (万方) .....	21
表 10: 西安市安居集团发行 3 期债券均用于保障房项目建设.....	28
表 11: 新加坡组屋与国内共有产权房存在明显区别.....	30
表 12: 新加坡组屋申请时对家庭规模要求严苛.....	32
表 13: 新加坡不同户型组屋的租金申请存在差异化.....	32
表 14: 新加坡组屋申请条件规范和系统化.....	33
表 15: 德国租赁住房保障体系完善 .....	35
表 16: 我们持续看好投资强度高、布局区域优、机制市场化的强信用房企 .....	36

## 1、以售为主到以租为主，保障房政策转变成熟

### 1.1、种类介绍：分为出售型保障房和出租型保障房

住房保障制度是国家为低收入者或特殊群体提供基本生活所需住房，以保障其基本居住条件的制度安排。我国保障房种类主要分为出售型和出租型，出售型保障房分为经济适用房和共有产权房，出租型保障房分为廉租房、公租房和保障性租赁住房。

图1：我国保障房种类主要分为出售型和出租型



资料来源：克而瑞租售、南宁住建微信公众号、开源证券研究所

2021年国务院办公厅《关于加快发展保障性租赁住房的意见》指出，近年来政府和地方机构扎实推进住房保障工作，有效改善了城镇户籍困难群众住房条件，但新市民、青年人等群体住房困难问题仍然比较突出，仍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。第一次在国家层面明确了我国住房保障体系的顶层设计，明确包含了公租房、保障性租赁住房和共有产权住房三种类型。其核心差异主要是：保租房主要适用对象为新市民、青年人、新毕业大学生，重点保障外部流入新增人口的住房需求；公租房和共有产权房大多为属地化需求，重点保障长期居住在本城市的低收入住房困难家庭，存在本地户籍限制。

表1：三种保障房类型适用人群和申请条件有所不同

保障房类型	适用人群	申请条件	保障方式
公租房	城镇中等偏下收入住房困难家庭、新进城就业无房职工和在城镇稳定就业的外来务工人员	在本地无住房或者住房面积低于规定标准；申请人为外来务工人员的，在本地稳定就业达到规定年限	实物保障（60平以下）、货币补贴
保障性租赁住房	新市民、青年人工资收入超出了公租房的申请门槛，或者工作时间未满足规定年限	在住房和收入条件上的门槛与公租房相比将会被适度放宽	面积不超过70平方米的小户型，租金低于同地段同品质市场租赁住房
共有产权房	符合条件的市区户籍和稳定就业的非市区户籍家庭		政府与购房家庭按份共有产权，房屋的使用权归购房者

资料来源：大众网、南宁住建微信公众号、开源证券研究所

## 1.2、历史沿革：福利住房演化为双轨制

国内住房保障制度主要可以分为四个阶段。

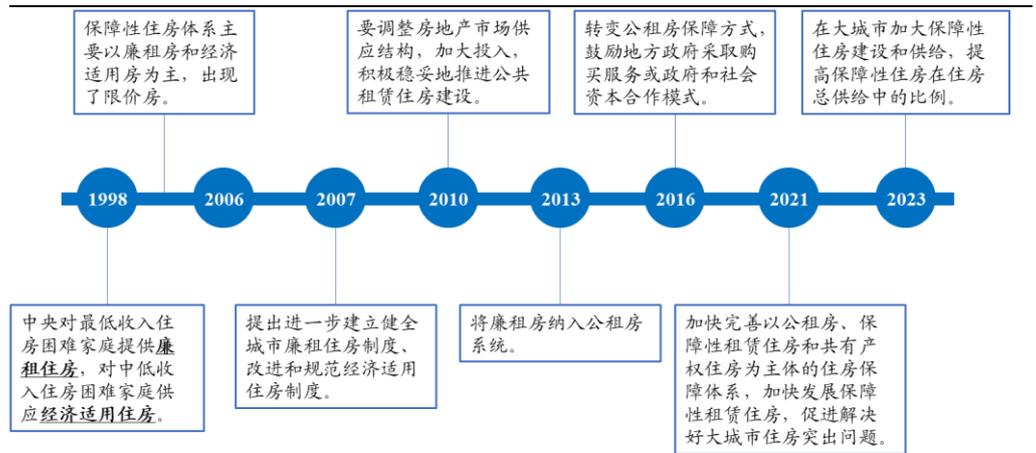
**(1) 福利住房阶段：**从新中国成立到改革开放前，我国处于计划经济体制时期，实行城镇住房实物分配、低租金使用的福利性住房制度。

**(2) 政府主导阶段（经济适用房、廉租房为核心）：**《关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》（国发[1998]23号），其中提出了高收入群体通过购买市场价商品房，经济适用房、廉租房则是提供给中、低收入群体的制度设想。

**(3) 租售并举市场化阶段（公租房、共有产权房为核心）：**2008年，开始大规模推进城镇保障性安居工程建设，包括廉租房、公租房、经济适用住房、限价商品住房和棚改安置住房，公租房逐渐成为保障性住房体系的核心，共有产权房开始取代经济适用房。

**(4) 市场+保障双轨制（保租房为核心）：**《关于规划建设保障性住房的指导意见》（国发【2023】14号文）（以下简称“14号文”）指出在大城市加大保障性住房建设和供给，提高保障性住房在住房总供给中的比例，解决工薪收入群体住房困难，未来我国住房供应体系有望发生显著变化，“市场+保障”双轨制将逐渐形成。

**图2：我国保障房体系建设历经二十余年发生较大变化**

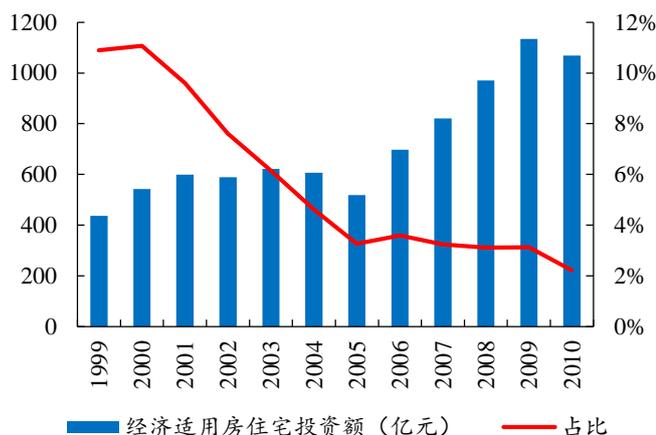


资料来源：中国政府网、克尔瑞地产研究公众号等、开源证券研究所

2016年以前我国主要是廉租房+经济适用房的模式构成整个保障性住房体系，高峰时期经济适用房投资超千亿规模，伴随后续地产商品房的发展，经济适用房模式逐渐淡出，直到2012-2013年时期，越来越多省份逐渐退出经济适用房。

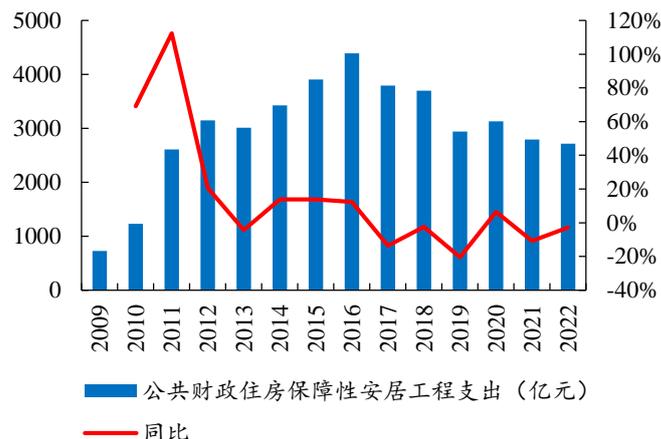
伴随棚改、廉租房和农村危房改造支出下降，2016年来保障性安居工程支出呈下降趋势，由2016年近4400亿元回落至2022年约2700亿元。从支出结构来看，2009-2010年建设重点廉租房，资金支出占比超50%，2011年开始，公租房和棚改支出占比逐渐增大，廉租房也逐渐退出视野。伴随棚改接近尾声，我们预计未来城中村改造和保租房建设投资将成为保障性安居工程支出的重点。

图3：经济适用房投资占地产投资比例不断下降



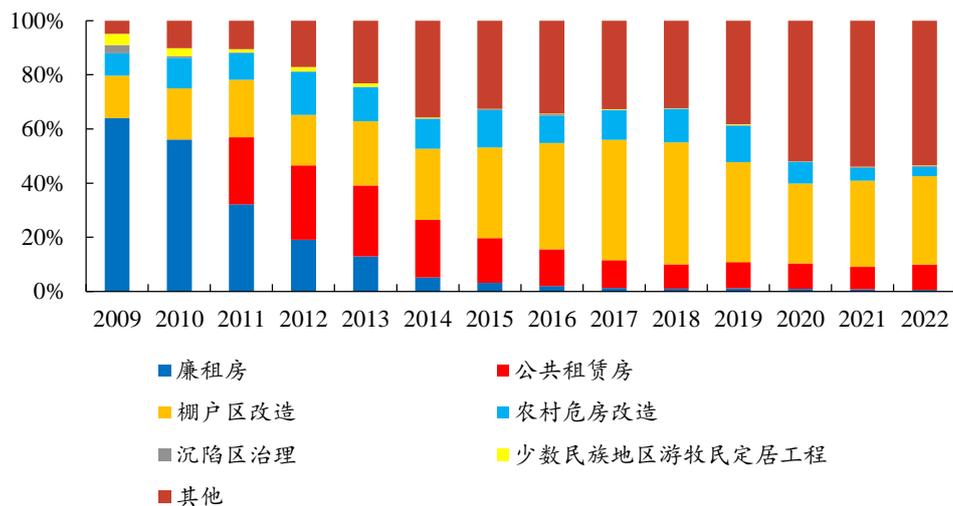
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：保障性安居工程支出近年来有所下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：保障房建设重点从廉租房和棚改转向保租房



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.3、近期政策：2021年来重点推进保租房建设

保障房建设一直是政治局会议关注的重点问题，自2021年4月政治局会议以来，一直呼吁增加保障性租赁住房的建设与供给，出台了一系列财政补助、土地优先供应、信贷扶持、税费减免等支持政策，大力发展保障性安居工程，统筹推进住房保障工作。

表2：2021年以来中央持续出台宽松的保障性住房政策

时间	部门	政策内容
2021/3/5	第十三届全国人大四次会议	解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给；规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难。
2021/4/30	中国中央政治局	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，增加保障性租赁住房和共有产权住房供给，防止以学区房

时间	部门	政策内容
		的名义炒作房价。
2021/7/2	国务院办公厅	扩大保障性租赁住房供给, 缓解住房租赁市场结构性供给不足, 推动建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度, 推进以人为核心的新型城镇化, 促进实现全体人民住有所居。
2021/8/31	国务院新闻办公室	“十四五”期间, 我国将以发展保障性租赁住房为重点, 进一步完善住房保障体系, 增加保障性住房的供给, 努力实现全体人民住有所居。近几年主要做了三方面工作: (1) 加快建立以公租房、保障性租赁住房和共有产权住房为主体的住房保障体系, 重点解决人口净流入的重点城市, 主要是大中城市的新市民和青年人的住房问题; (2) 建立了一套较为完整的住房保障政策和管理制度。主要包括两个方面: 一是财税、金融、土地配套政策, 二是关于准入、使用、退出、运营管理机制; (3) 建成了规模巨大的保障性住房。
2021/9/2	住房和城乡建设部	一、提高对发展保障性租赁住房重要性的认识, 住房保障工作的新使命主要是解决符合条件的新市民、青年人等群体的住房困难问题, 新方式是加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度, 新目标是确立起保障性租赁住房的政策制度; 二、切实把保障性租赁住房作为“十四五”住房建设的重点; 三、确保政策落地见效, 推动建立“两多一并”的制度。
2021/10/22	住建部	各地均明确保障性租赁住房主要面向无房新市民、青年人, 不设收入线门槛, 以 70 平方米以下的小户型为主, 租金低于同地段同品质市场租赁住房租金。
2021/12/6	中共中央政治局会议	推进保障性住房建设, 支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求, 促进房地产业健康发展和良性循环。
2022/1/10	国家发改委	人口净流入的大城市要大力发展保障性租赁住房, 主要解决符合条件的新市民、青年人等群体的住房困难问题, 以建筑面积不超过 70 平方米的小户型为主, 租金低于同地段同品质市场租赁住房租金; 因地制宜发展共有产权住房, 以中小户型为主, 供应范围以面向户籍人口为主, 逐步扩大到常住人口。
2022/5/31	证监会、发改委	(1) 明确发起主体为保障性租赁住房业务的独立法人, 不得开展商品住宅和房地产开发业务; (2) 强调回收资金用途的严格闭环, 净回收资金优先用于租赁住房项目; (3) 同日首批两只保障性租赁住房公募 REITs 正式上报, 标志首批租赁住房公募 REITs 项目将正式进入项目申报审核阶段。
2022/8/17	国家卫生健康委员会	(1) 通过实物保障与租赁补贴并举, 不断加大对城镇住房收入困难家庭的保障力度。下一步将加大对多子女家庭公租房精准保障的力度。(2) “十四五”期间计划建设筹集保障性租赁住房 870 万套(间), 拟改善 2600 多万新市民、青年人居住条件。
2022/9/15	住建部	我国还处于城镇化快速发展时期, 下一步将采取多方面举措, 推进住房供给侧结构性改革、实施城市更新行动、实施乡村建设行动, 加快发展保障性租赁住房。2021 年-2022 年, 全国建设筹集 330 万套(间)保障性租赁住房, 可解决近 1000 万新市民、青年人的住房困难; “十四五”期间, 40 个重点城市将建设筹集 650 万套(间)保障性租赁住房, 可解决近 2000 万新市民、青年人的住房困难。
2023/1/17	全国住房和城乡建设工作会议	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。
2023/2/15	《求是》杂志	解决好新市民、青年人等住房问题, 鼓励地方政府和金融机构加大保障性租赁住房供给, 探索长租房市场建设。
2023/4/28	政治局会议	在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。
2023/7/24	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。
2023/9/4	规划建设保障性住房工作部署电视电话会议	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, 各地要加强领导力量, 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。
2023/9/27	央行	加大对“平急两用”公共基础设施建设、保障性住房建设等金融支持力度, 推动建立房地产业发展新模式, 促进房地产市场平稳健康发展。

时间	部门	政策内容
2023/9/28	财政部、税务总局、住建部	明确保障性住房有关税费政策，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。对保障性住房经营管理单位回购保障性住房继续作为保障性住房房源的，免征契税。对个人购买保障性住房，减按1%的税率征收契税。
2023/10/26	国务院	8月25日国务院常务会议审议通过的《关于规划建设保障性住房的指导意见》文件（国发【2023】14号文，以下简称“14号文”），近期已传达到各城市人民政府、各部委直属机构。“14号文”明确了两大目标，一是加大保障性住房建设和供给；二是推动建立房地产业转型发展新模式，让商品住房回归商品属性，满足改善性住房需求，促进稳地价、稳房价、稳预期，推动房地产业转型和高质量发展。
2023/11/12	住建部	针对房地产市场形势，党中央、国务院作出了一系列重要部署，包括构建房地产发展新模式，实施保障性住房等“三大工程”，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求等。

资料来源：中国政府网、新京报等、开源证券研究所

### 1.4、14号文指导意见推动保障房建设高质量发展

2023年8月，国务院审议通过《关于规划建设保障性住房的指导意见》（国发【2023】14号文），其中详细规划了保障性住房的原则和配套支持政策。14号文明确了发展保障性住房的目的：解决工薪收入群体住房困难，落实“房住不炒”定位，让商品住房回归商品属性，满足改善性住房需求，促进稳地价、稳房价、稳预期，推动房地产业转型和高质量发展。

表3：14号文详细规划了保障性住房的原则和配套支持政策

	概括	政策内容
基本原则	坚持问题导向	着力解决工薪收入群体买不起商品住房、保障性住房又供给不足的突出问题， <b>提高保障性住房在住房总供给中的比例。</b>
	坚持目标导向	<b>加大保障性住房建设和供给</b> ，让工薪收入群体逐步实现居者有其屋，促进稳地价、稳房价、稳预期，推动房地产业转型和高质量发展。
	坚持资金平衡	<b>由城市人民政府按划拨方式供地和负责建设配套设施</b> ，在此基础上采取市场化方式运作， <b>按保本微利原则配售。</b>
	坚持稳慎有序	保障性住房建设坚持以需定建，支持城区常住人口 <b>300万以上的大城市</b> 率先探索实践。
对象标准	覆盖对象	重点针对 <b>住房有困难且收入不高的工薪收入群体</b> ，以及城市需要的引进人才等群体。
	购买限制	以家庭为单位，保障对象只能购买一套保障性住房。已享受过房改房等政策性住房的家庭申请保障性住房，需按规定腾退原政策性住房。
建设筹集	制定规划计划	引导城市人民政府因地制宜 <b>将保障性住房建设与城中村改造、城市更新、危旧房改造等工作结合起来稳妥推进</b> 。优先安排在交通便利、公共设施较为齐全的区域。
	保障用地供给	保障性住房 <b>以划拨方式供应土地</b> ，仅支付相应的土地成本。支持利用闲置低效工业、商业、办公等非住宅用地建设保障性住房，变更土地用途，不补缴土地价款，原划拨的土地继续保留划拨方式。
	加强配套建设	加强配套设施建设和公共服务供给， <b>相关建设投入不得摊入保障性住房配售价格。</b>
	做好政策衔接	要协调好保障性住房与商品住房、保障性租赁住房等的关系。城市人民政府应当对用于销售的人才住房、共有产权住房等政策性住房的政策进行梳理， <b>将新建项目调整为本指导意见规定的用于配售的保障性住房或商品住房。</b>
规范管理	公平公正配售	<b>配售价格按基本覆盖划拨土地成本和建安成本、加适度合理利润的原则测算确定</b> ，配售办法由城市人民政府制定。
	实施封闭管理	<b>禁止以任何方式违法违规将保障性住房变更为商品住房流入市场</b> ，工薪收入群体购买的保障性住房不得长期闲置。

概括	政策内容
加强监督管理	加强保障性住房建设和债务、资金监管，做到专款专用，严禁挤占挪用，严防新增地方政府债务风险。
地方政府专项债	将符合条件的保障性住房项目纳入 <b>地方政府专项债券支持范围</b> 。
公积金贷款	在确保贷款资金安全的前提下，在城区常住人口 300 万以上的大城市 <b>试点利用住房公积金发放保障性住房开发贷款</b> 。
支持政策	
金融机构支持	鼓励银行业金融机构按照市场化、法治化原则，提供 <b>保障性住房开发贷款和个人住房贷款</b> ，专款专用、封闭管理。
税费支持	符合条件的保障性住房项目适用经济适用住房有关 <b>税费支持政策</b> 。

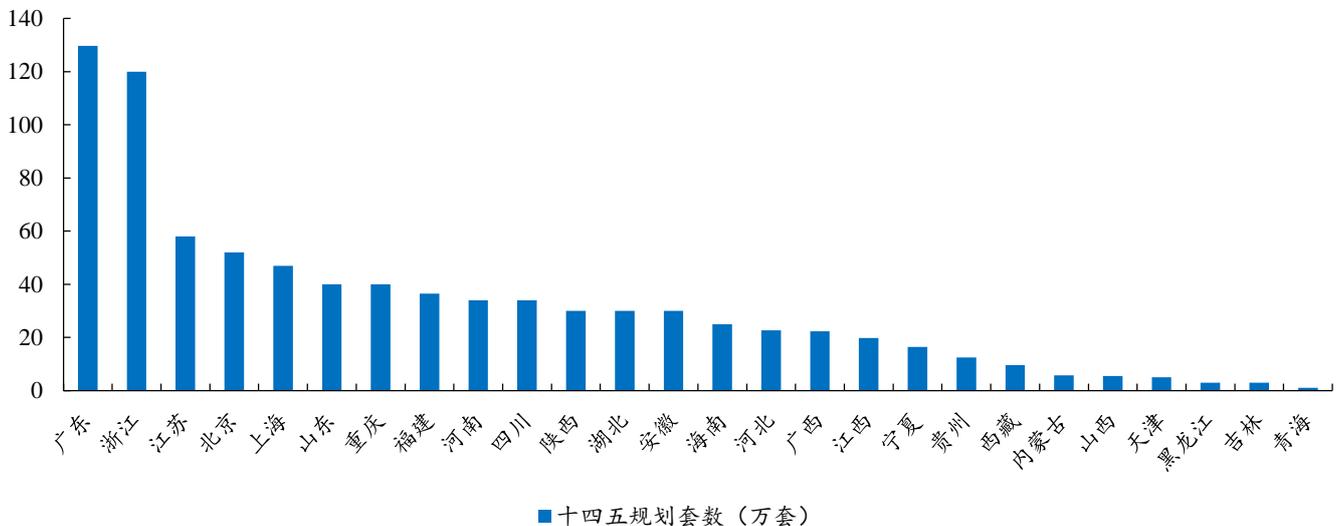
资料来源：齐河县住房和城乡建设局、开源证券研究所

## 2、因城施策持续推进，保租房市场高质量发展

### 2.1、多城出台“十四五”规划，扩大保租房供给

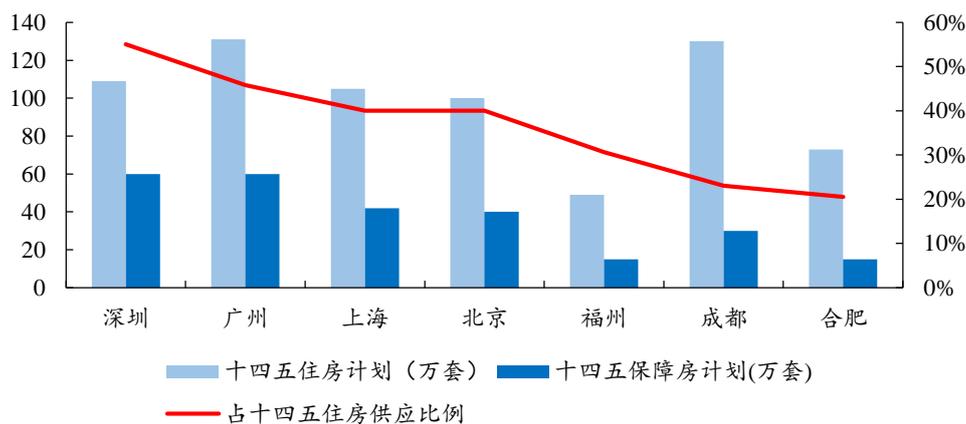
“十四五”期间，我国将大力发展保障性租赁住房作为房地产领域发展重点。按照规划，我国规划建设筹集保租房 900 万套，预计可解决 2600 多万新市民、青年人的住房困难，可完成投资 3 万亿元左右。分省份看，广东和浙江“十四五”规划新增保租房超 120 万套。

图6：广东和浙江省“十四五”规划新增保租房超 120 万套



数据来源：各省住建局官网、克而瑞租售公众号、中国经营报等、开源证券研究所

14 号文提出保租房在城区常住人口 300 万以上的大城市率先探索实践，按照七普数据，城区人口超过 300 万的城市共 35 个，将成为保障性住房建设的先行试点。分城市看，北京、上海、广州、深圳 4 个一线城市十四五期间将分别筹建保租房 40 万、42 万、60 万、60 万套，保租房供应都将达本市住房供应总量的 40% 以上。

**图7：一线城市十四五计划保障房供应套数占比均超40%**


数据来源：深圳特区报、新华网等、开源证券研究所

大力发展保障性租赁住房不但能够解决城市新市民、青年人阶段性住房困难的重要举措，还能调整房地产市场供应结构，确保住房市场多元供给，同时也可为房地产企业探索新发展模式提供新思路，促进房地产业健康发展和良性循环。根据将国内部分城市的保障性租赁住房经验做法进行统计，可以发现各城市的共性措施聚焦在筹集房源、降低租金、住房结构、审核流程、运营管理等方面。

**表4：多个一二线城市已出台“十四五”期间保租房规划细则**

城市	“十四五”建设规划 (万套)	户型	租期	最低运营期限	租金水平
北京	40	<70平	-	-	低于同地段同品质市场租赁住房租金水平
上海	42	<70平	不少于1年、不超过3年	5年	市场化租金9折以下，年度涨幅不高于同期市场化租金涨幅且不高于5%
广州	60	<70平	-	5年	低于同地段同品质市场租赁住房租金，每年涨幅不高于同地段同品质市场租赁住房租金同期涨幅，且不超过5%。
深圳	60	<70平	<3年	6年	按照同期同区域同品质租赁住房的60%（政府组织配租）或90%（社会主体出租）
杭州	30	<70平方米不少于80%，不超过100平方米	-	-	不高于同地段同品质市场租赁住房评估租金90%
成都	30	<70平方米为主，不超过90平方米	-	5年	租金年涨幅不超过5%。租金标准根据申请人员类别原则上为市场租金的75%或90%。
南京	13	控制在70平米以内，以30-60平米为主	<3年	6年	不高于评估租金的九折确定，租金年度涨幅不得超过5%。
武汉	25	小户型为主，原则上不超过70平方米	-	-	将按不高于同地段同品质市场租赁住房租金的85%评估确定。
郑州	20	建筑面积70平方米及以下的户型比例原则上不低于70%	-	-	低于同地段同品质市场租赁住房租金
长沙	15	不超过70平方米的小户型为主	-	8年	低于同地段同品质市场租赁住房租金
西安	30	不超过70平方米的小户型为主	-	-	不高于同地段、同品质的市场租赁住房评估租金的90%

城市	“十四五”建设规划 (万套)	户型	租期	最低运营期限	租金水平
青岛	21	不超 70 平方米的小户型为主, 原则上小户型比例不低于 80%	<3 年	10	不高于同地段同品质住房市场租金的 90% 确定
济南	20.5	以 70 平方米以下小户型为主, 占比原则上不低于 80%	-	-	不高于同地段同品质市场租金的 90%, 租金年涨幅不超过 5%

资料来源: 各城市住房保障和房产管理局官网、北京发布公众号等、开源证券研究

为了加强对保障性租赁住房建设、出租和运营管理的全过程监督, 多城市出台项目运营细则。大致可分为以下几个方面: **(1) 权限管理**, 保障性租赁住房项目须整体确权, 不得分割登记、分割转让、分割抵押。要求保障性租赁住房不得上市销售或者变相销售; **(2) 准入退出机制**, 青岛市规定保障性租赁住房项目运营期限不低于 10 年。南京市规定保障性租赁住房项目持续运营期限不宜低于 6 年, 享受中央、省、市专项奖补资金项目持续运营期限则不宜低于 10 年; **(3) 租金标准**, 多为市场租金的 90%, 且每年涨幅不得高于 5%, 注重客户租住体验。同时部分城市为了加强运营管理以及降低租户的租金一次性支付负担, 规定租期不超过 3 年, 且运营单位不得一次性收取 6 个月以上租金, 押金不超过 1 个月租金, 严禁“以租代售”。

## 2.2、保障房供应短缺, 核心城市存在供需错配问题

住建部住房保障司司长曹金彪表示, 新市民和青年人多、房价偏高或上涨压力较大的城市, 在“十四五”期间, 新增保障性租赁住房占新增住房供应总量的比例应力争达到 30% 以上。根据中指数据库土地成交数据, 2020-2021 年重点城市保障房面积占比均不超过 20%, 整体市场供应仍有提升空间。

表 5: 2020-2021 年重点城市成交土地中保障房建面占比均不超过 20% (万方)

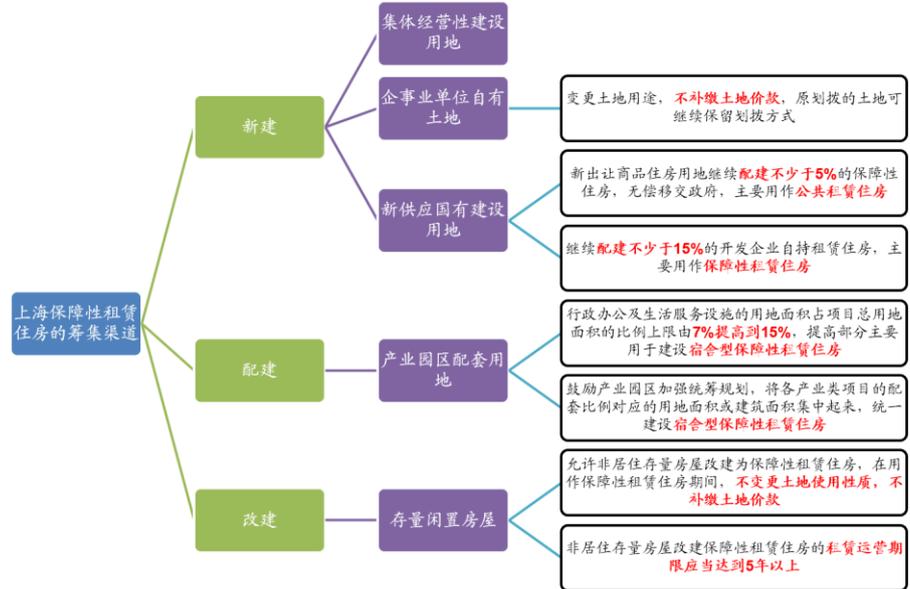
城市	2020 年各种保障房	2020 年土地成交面积	2020 年保障房占比	2021 年各种保障房	2021 年土地成交面积	2021 年保障房占比
北京	57	982	5.8%	86	1475	5.8%
上海	541	3385	16.0%	911	4695	19.4%
深圳	84	1156	7.2%	2	1290	0.1%
广州	63	4158	1.5%	21	4293	0.5%
重庆	16	10899	0.1%	54	9004	0.6%
苏州	78	5839	1.3%	109	6055	1.8%
成都	19	6291	0.3%	17	5724	0.3%
杭州	129	4009	3.2%	135	4596	2.9%
武汉	141	4234	3.3%	19	4998	0.4%
南京	214	3856	5.5%	85	3003	2.8%
天津	75	2865	2.6%	0	3752	0.0%
宁波	36	4188	0.9%	184	4550	4.0%
青岛	38	4893	0.8%	79	4179	1.9%
无锡	11	2046	0.5%	0	2073	0.0%
长沙	27	5509	0.5%	37	6528	0.6%
郑州	320	4694	6.8%	426	4836	8.8%



单位自有闲置土地、产业园区配套用地、非居住存量房屋和新供应国有建设用地五种建设方式，尤其是明确利用非居住存量土地和房屋建设保障性租赁住房，不补缴土地价款。

上海 2021 年 11 月印发的《关于加快发展本市保障性租赁住房的实施意见》中关于房源筹集方面进行了更为明确的规定。如要求新出让商品房用地配建不小于 5% 的保障性住房，同时继续配建不少于 15% 的开发企业自持租赁住房，且主要用作保障性租赁住房。

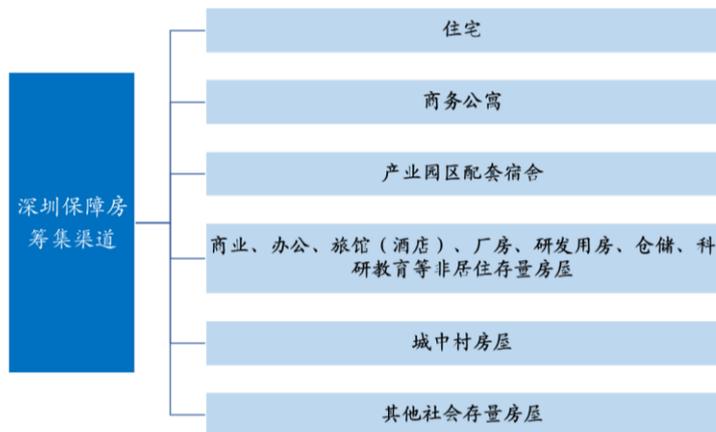
图9：上海保障性租赁住房的筹集渠道主要为新建、配建、改建



资料来源：上海市人民政府官网、开源证券研究所

深圳 2023 年 5 月发布的《深圳市保障性租赁住房筹集管理工作指引（试行）》提出，筹集方式上，住房主管部门、保障性住房专营机构及其他市场主体可以通过租赁、合作经营社会存量房屋或者购买市场商品房等形式收储房源。

图10：深圳保障性租赁住房六种筹集渠道收储房源



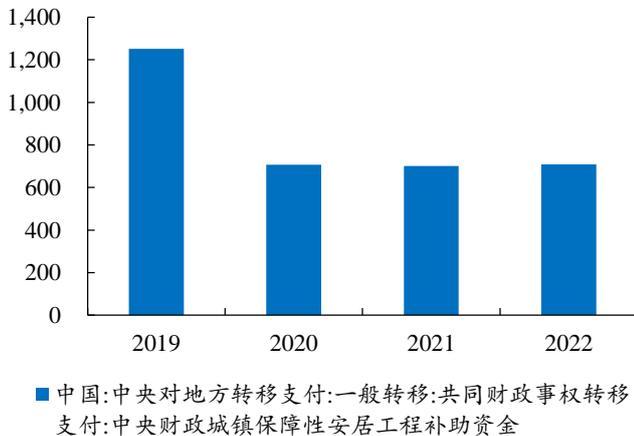
资料来源：深圳国资委政府信息公开、开源证券研究所

根据 14 号文的规划，保障性住房的供给，需要先确定保障性用地，更多也是将原有闲置低效工业、商业、办公用地，变更土地用途，然后在不补缴地价款的前提下，可以通过划拨模式完成供地。14 号文明确提到房地产破产企业的商品房，可以转化为保障性住房，这一点可以暗示了未来房地产行业出清的方向。允许高库存城市将存量商品房改建作保障性住房，既可以完成保障房供给目标，又能去化高企的新房库存，缓解商品房市场压力。

## 2.4、资金来源多样，多重保障支持保障房建设

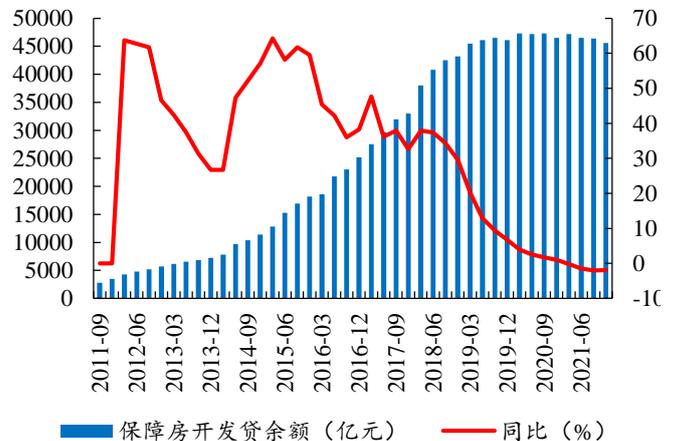
保租房流动性比较差、变现与退出难度大、租金回款来源不确定且周期较长，需要大量低成本长期资金的支持。根据近期出台的 14 号文，指导意见明确了未来建设保障性住房的三大资金来源：**一是中央补助**，例如 2022 年中央财政安排城镇保障性安居工程补助资金 708 亿元，主要投向了建设公租房、保租房、棚改、旧改，其中支持各地筹建保障性租赁住房 83.9 万套；**二是地方专项债**，2021 年开始保障性租赁住房正式纳入地方政府专项债重点支持范围；**三是利用公积金发放开发贷**，根据全国住房公积金报告，截止 2022 年末，全国累计向 373 个保障性住房试点项目发放公积金贷款 872.15 亿元，累计回收试点项目贷款 870.64 亿元，试点项目贷款余额 1.51 亿元。371 个试点项目结清贷款本息，83 个试点城市全部收回贷款本息。自 2021 年以来，贷款发放已经实质性停止，以贷款回收为主。

图11：2022 年中央财政安排城镇保障性安居工程补助资金 708 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2020 年保障性开发贷余额到达峰值后趋于稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

为了确保各城市保障房建设可按计划执行，从中央到地方都出台了部分资金支持细则，大致可以分为 4 个方面：(1) 中央补助资金支持，中央通过现有经费渠道，对符合规定的保障性租赁住房建设任务予以补助；(2) 降低税费负担，如 14 号文提出免征城镇土地使用税、印花税等税费，个人购买契税减按 1% 征收；(3) 执行民用水电气价格，上海、西安、青岛、南昌等城市均已执行；(4) 金融支持，例如银行和各金融机构对保障性租赁住房项目的中长期贷款，并可根据项目情况，按照基准利率下浮并提供最优惠利率支持。

图13：中央到地方都出台了部分资金支持细则确保保障房建设按计划执行



资料来源：住建部、上海市政府网站、西安本地宝等、开源证券研究所

此外，保障房还可以通过公募 REITs 融资。保障性租赁住房已经纳入基础设施公募 REITs 范围，但截至 2023 年 10 月成功发行了 4 只，累计发行规模 50 亿元，仅占已发行基础设施公募 REITs 的 5.13%。

## 2.5、利润空间有限，有望托底 2024 年地产投资

据 14 号文，配售价格按基本覆盖划拨土地成本和建安成本、加适度合理利润的原则测算确定，相关建设投入不得摊入保障性住房配售价格。住房租赁的市场回报率偏低或将极大制约建设积极性，导致市场化主体参与的动力不足。保障性住房与商品房、共有产权房的定价差值主要是地价，由于土地以划拨形式供应，仅需缴纳较少的成本费用，相当于政府让渡了部分土地出让金收益。在建安成本和利润空间方面，与商品房所能拉开的差距不大。

“十四五”时期，全国初步计划投资建设筹集保障性租赁住房近 900 万套(间)，预计可解决 2600 多万新市民青年人的住房困难，预计可完成投资 3 万亿元左右，则单间保障性租赁住房投资额约 33.3 万元。住房城乡建设部表示，截至 2023 年 9 月，全国筹集建设保障性租赁住房 204 万套(间)的任务目前已完成 72%。从全国看，各地 2022 年以来共已建设筹集保障性租赁住房 508 万套(间)，2023 年 204 万套保障房预计带动投资额约 6800 亿元。在我们预测 2023 年房地产投资增速下降 10% 预期下，保障房带动投资约占 2023 年预计房地产开发投资额 5.7%；“十四五”期间剩余缺口近 400 万套，带动投资额约 1.33 万亿元，后续若保障房建设加速，对房地产投资贡献值得期待。

表6：我们预测保障房带动投资约占 2023 年预计房地产开发投资额 5.7%

投资测算	数值	单位
“十四五”计划套数	900	万套
预计完成投资额	3	万亿
保租房套均投资额	33.3	万元
2023 年计划套数	204	万套
预计 2023 投资额	6800	亿元
占房地产开发投资额比例	5.7%	
十四五”期间剩余套数缺口	400	万套

投资测算	数值	单位
预计带动房地产投资额	13333	亿元

数据来源：国家统计局、住建部等、开源证券研究所

### 3、保租房建设现状：以深圳、上海、西安为例

#### 3.1、深圳适时调整政策，多层次满足租住需求

##### 3.1.1、取消政策性支持住房，追加 20 万套保租房

深圳市作为较早实行新一轮房改的城市之一，早在 2018 年 8 月就提出将住房分为市场商品住房、政策性支持住房、公共租赁住房三大类。其中，政策性支持住房包括人才住房和安居型商品房。也即四类，商品房、人才住房、安居房、公共租赁住房，未来的占比分别是 40%、20%、20%、20%。但后来深圳表态，取消了原有的安居型商品房、人才住房住房类型，新增了保障性租赁住房（细分为政府组织配租和社会主体出租两种类型）、共有产权住房住房类型。

“十四五”期间，深圳建设筹集住房 89 万套，其中，建设商品住房 35 万套；建设筹集公共住房 54 万套，包括公共租赁住房 6 万套、保障性租赁住房 40 万套（间）、共有产权住房 8 万套。后深圳对住房发展“十四五”规划作出调整，进一步提高目标，将原来规划的建设和筹集保障性住房 54 万套的目标，调整为不少于 74 万套，大幅增加的 20 万套均为保障性租赁住房，至此保障性租赁住房建设筹集比例也由原有 45% 增长 10pct 至 55%。我们认为此次调整意味着深圳为了吸引更多年轻人，未来住房更加重视保障年轻人、新市民刚进入深圳的最初几年，能够降低其住房成本，还能享受到城市的公共服务。

图14：深圳取消原有安居型商品房、人才住房住房类型

2018年

住房类型	供应比例	供应形式	供应对象	
市场商品房	40%	可租可售	符合条件的各类居民	
政策性支持住房	人才住房	20%	可租可售	符合条件的各类人才
	安居型商品房	20%	可租可售以售为主	符合收入财产限额标准等条件的户籍居民
公共租赁住房	20%	只租不售	符合条件的户籍中低收入居民、为社会提供基本公共服务的相关行业人员、先进制造业职工等群体	

“十四五”规划

住房类型	供应比例 (原规划)	建设比例 (原规划)	建设比例 (追加后)	供应形式	供应对象
市场商品房	48%	39%	32%	可租可售	符合条件的各类居民
保障性租赁住房	31%	45%	55%	只租不售	年满18岁，在深圳无房，且三年内没有房屋产权记录，没有享受过住房保障优惠政策（承租社会主体出租的保障性租赁住房的除外），有社保，具备市人民政府规定的人才引进入户核准条件
共有产权房	12%	9%	7%	可租可售	本市无自有住房、具有本市户籍、参加社会保险累计缴纳5年以上、未享受过购房优惠政策等
公共租赁住房	9%	7%	6%	只租不售	无房家庭，三年内没有房屋转让记录，户籍人员

资料来源：深圳发布公众号、深圳市人民政府官网等、开源证券研究所

2023 年 7 月份深圳连续发布四项管理办法，分别对公共租赁住房、保障性租赁

住房、共有产权住房三类住房的保障对象、申请条件、供应分配方式等进行了规范。根据比较可以发现，从相对市场价格水平来看，公共租赁住房<共有产权住房<保障性租赁住房，但是**越低的租赁或购买金额相对应的购买条件也更为苛刻**。公共租赁住房主要针对本市低收入人群，共有产权住房针对本市长期无自有住房市民，保障性租赁住房为新市民、青年人和各类人才。虽然三类住房租金水平相对市场价格均有所折扣，但户型面积均以小户型为主，其中公共租赁住房可租面积最大也不得超过 60 平米，最小单人家庭不得超过 35 平米，所以保障性住房仅仅是满足合理自住需求，同时遏制投资投机性需求。

表7：深圳保障性住房可以满足合理租住需求

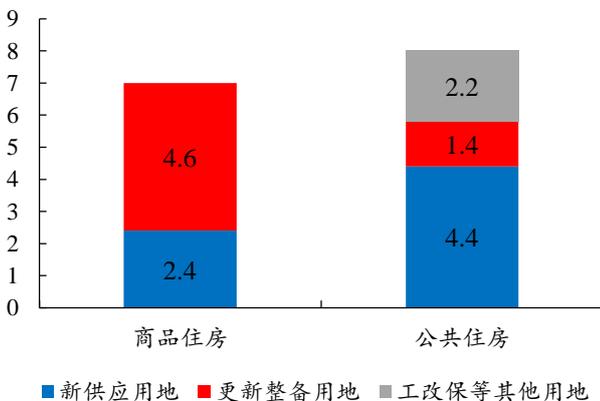
住房类型	租金水平	户型面积	租赁/可售期限	针对人群
公共租赁住房	市场价 30%、特困人群 3%	单人家庭≤35 平 两口之家≤50 平 三人以上≤60 平	≤3 年	本市低收入人群
保障性租赁住房	同期同区域同品质租赁住房的 60%（政府组织配租）或 90%（社会主体出租）	≤70 平	≤3 年	新市民、青年人、各类人才
共有产权住房	同期同区域同品质商品住房市场参考价格的 50%确定	三人以下 65 平左右 四人以上 85 平左右	5 年内不得转让，5 年之后转让也只能转让给符合申请共有产权住房的人群	长期无自有住房市民

资料来源：深圳市住建局官网、开源证券研究所

### 3.1.2、新供应建设用地为主，坚持以市场需求为导向

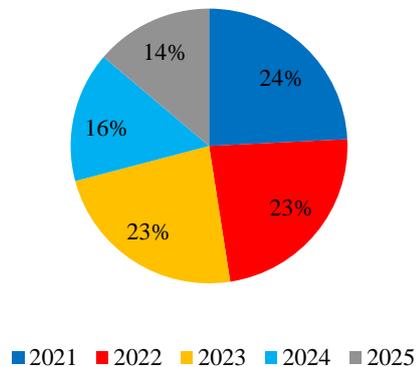
为了满足保障性住房的供给计划，深圳市首先多渠道增加保障性居住用地供应。按照原“十四五”规划，规划期内计划供应居住用地不少于 15 平方公里，力争达到 17.5 平方公里，其中公共住房供应居住用地不少于 8 平方公里，其中新供应用地占比为 55%，规划期前三年供应居住用地不少于五年总量的 70%。

图15：深圳原“十四五”规划供应居住用地不少于 15 平方公里（平方公里）



数据来源：深圳发布公众号、开源证券研究所

图16：深圳原“十四五”规划前三年供应居住用地不少于五年总量的 70%

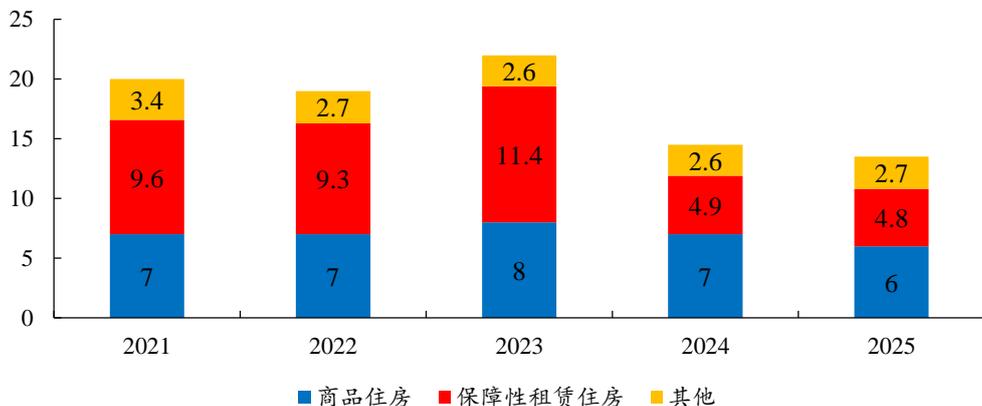


数据来源：深圳发布公众号、开源证券研究所

深圳原“十四五”规划期内规划建设筹集的 54 万套公共住房主要在 2021-2023 年建成，占比达 72%。深圳特区报数据显示，截至 2022 年底，全市已完成建设筹集请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

保障性住房 30.62 万套（间）。随着深圳追加 20 万套保障性租赁住房建设规划，这意味着截止 2022 年全市保障性住房建设完成率为 41.4%。同时根据 2023 年 5 月深圳市住建局印发的《深圳市住房发展 2023 年度实施计划》，2023 年全市共建设保障性住房 18.5 万套，则规划期前三年全市将完成建设保障性住房为 49.12 万套，占比为 66.4%，2024-2025 年将完成建设筹集超 24 万套。

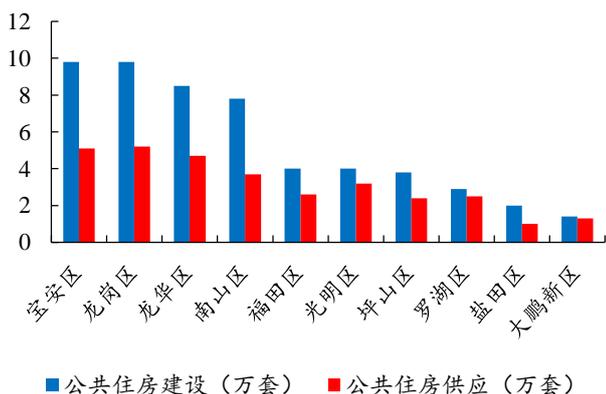
图17：深圳原“十四五”规划期前三年公共住房建成比例为 72%（单位：万套）



数据来源：深圳发布公众号、开源证券研究所

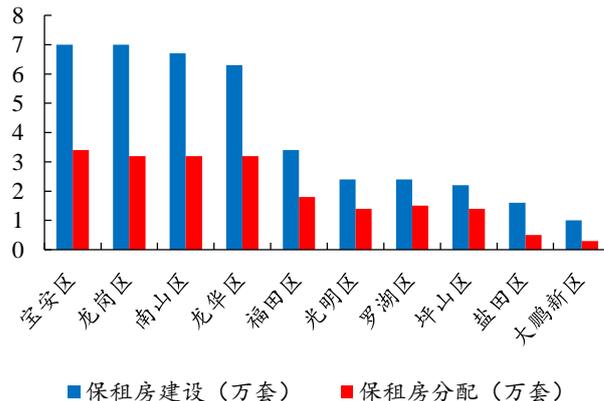
从各区域公共住房及保障性租赁住房的建设和供应分布来看，**核心区域建设及供应较少**，主要分布在人口规模较大的宝安区、龙岗区、龙华区、南山区。建设方面，该四个区域公共住房和保租房建设占比分别为 66.5%、67.5%；供应方面，该四个区域公共住房和保租房供应占比分别为 59.0%、65.3%。

图18：深圳公共住房主要集中于宝安、龙岗、龙华、南山



数据来源：深圳发布公众号、开源证券研究所

图19：深圳保租房主要集中于宝安、龙岗、龙华、南山

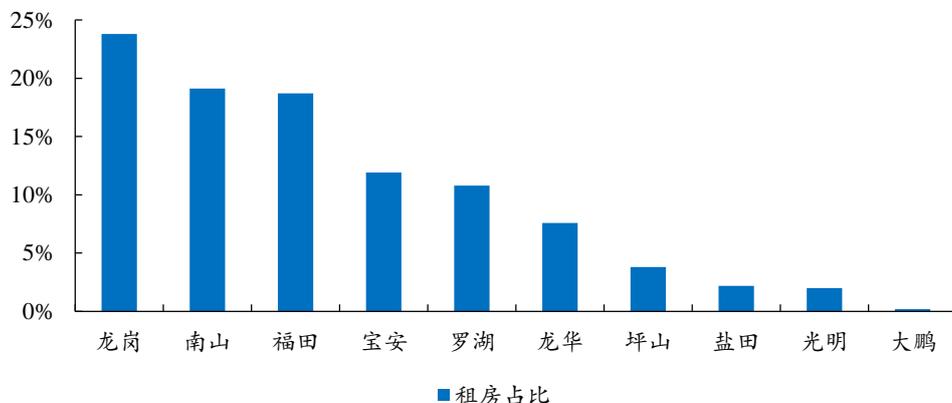


数据来源：深圳发布公众号、开源证券研究所

通过将供应分布和市场需求结合来看，深圳公共住房及保障性租赁住房的**供应分布基本遵循以市场需求为导向**。据深圳贝壳研究院调查，2023 年春节后深圳租房区域选择方面，不少租客更倾向在龙岗、南山、福田三区租住，其中龙岗占 23.8%，主要由于户型多样、租金便宜；南山、福田集合众多办公楼宇，而且区域内覆盖多

条地铁线，不少白领为了能减少通勤时间，会选择在公司所在片区或者区域租房。宝安租房占 11.9%、罗湖占 10.8%，龙华占 7.6%，而坪山、盐田、光明、大鹏四个区占比均不足 5%。

图20：深圳 2023 年春节后租房倾向于龙岗、南山、福田三区



数据来源：深圳市房屋租赁行业协会公众号、深圳贝壳研究院、开源证券研究所

以安居萃云阁项目为例，项目位于深圳市光明区观光路与德雅路交汇处，由市人才安居集团旗下光明人才安居公司建设，紧邻规划地铁 13 号线“同观路”站。项目由两座 30 层住宅塔楼和 2 层商业裙房及三层地下室组成，建成后将提供保障性租赁住房 324 套。项目户型包括三种，可满足多种居住需求，内部精装交付，可实现拎包入住。

图21：深圳安居萃云阁项目提供了三种户型实现拎包入住



资料来源：深圳本地宝

### 3.2、上海各区供应均衡，已上线 50 个保租房项目

2021 年发布的《上海市住房发展“十四五”规划》优化了既有的住房体系，提出了“四位一体”的新租购并举住房体系，由保障类租赁住房、保障类产权住房、市场类租赁住房和市场类产权住房等四大类组成，其中保障类租赁住房包含保租房和廉租房等，通过实物保障和货币补贴等方式为住房困难的城市低收入群体提供保障。“十四五”时期，上海提供的保障性租赁住房将超过 42 万套（间、宿舍床位），占住房供应总套数的 40%。截至 2022 年底，已累计建设筹措 38.5 万套（间），累计供应 22 万套（间）。

**表8：截至 11 月中旬上海累计建设筹措各类保租房完成规划目标 75%**

目标及完成情况	
十四五目标	“十四五”期间，上海新增建设筹措保障性租赁住房 42 万套（间）以上，达到同期新增住房供应总量的 40% 以上；到“十四五”期末，全市累计建设筹措保障性租赁住房总量达到 60 万套（间）以上，其中形成供应 40 万套（间）左右，全面健全完善“一张床、一间房、一套房”的多层次供应体系。
2021-2022 完成情况	2022 年，上海通过加大土地供应和国有企业存量土地转型等工作力度，新增建设筹措了 18 万套（间）保障性租赁住房，加上 2021 年完成的 6.8 万套（间），“十四五”前两年共完成新增建设筹措 24.8 万套（间），用两年时间完成了“十四五”目标任务的一半以上。
2023 计划情况	上海计划安排新增建设筹措保障性租赁住房 7.5 万套（间），并根据项目建设推进情况，力争新增供应 6 万套（间）。计划在保障性租赁住房中打造一批宿舍型“新时代城市建设管理者之家”示范项目，为城市建设运行的一线务工人员提供更多低租金、可负担的以“一张床”为主的保障性租赁住房产品，首批计划推出 5000 张床位
2023 完成情况	截至 12 月初，上海已推出保障性租赁住房用地 222 幅，计划供应量 25.4 万套房源，总投资 2834 亿元。截至目前，开工 188 个项目，涉及 21.3 万套房源。全市投运的保租房出租率平均达到 74%。其中，运营超过 6 个月的平均 87%，部分社区出租率超过 90%；3 到 6 个月的平均 63%；小于 3 个月的平均 44%。

资料来源：上观新闻、解放日报等、开源证券研究所

供地计划上，2023 年上海计划供应保障性租赁住房用地 135-180 万方，根据上海市房管局数据，截至 12 月初全市已累计供应租赁住房用地 222 幅，总建筑面积近 1900 万平方米，可提供超过 25 万套租赁住房，其中大部分为保障性租赁住房。从区域分布来看，保障性租赁住房用地供应在各区域间分布相对均匀，松江和青浦供地面积相对较大。

**表9：上海保障性租赁住房用地供应在各区域间分布相对均匀（万方）**

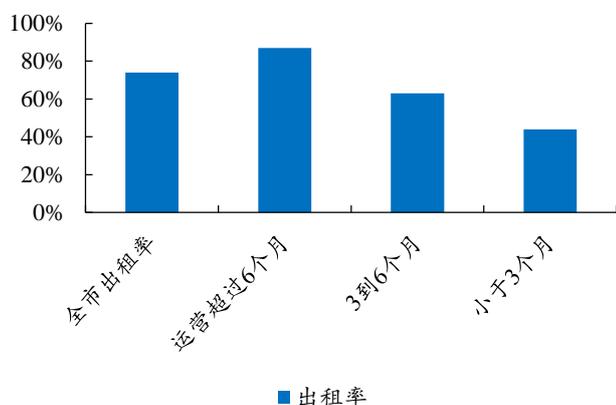
	浦东 新区	黄浦	徐汇	长宁	静安	普陀	虹口	杨浦	闵行	宝山	嘉定	松江	青浦	奉贤	金山	崇明	长兴	临港	合计
2022 保障性租赁住房用地	15-20	—	5	—	—	5	5	5	10-15	5	5	5-10	50-55	5	—	5	—	15-20	135-160
2022 保障性住房用地	80-85	—	—	—	—	—	—	—	15-20	5	15-20	15-20	25-30	15-20	15-20	—	15	20-25	220-260
2023 保障性租赁住房	5-	5	5	—	15-	5-	5	5	10-	5-	5-	20-	25-	10-	—	5	5	5	135-

	浦东 新区	黄浦	徐汇	长宁	静安	普陀	虹口	杨浦	闵行	宝山	嘉定	松江	青浦	奉贤	金山	崇明	长兴	临港	合计
住房用地	10			20	10				15	10	10	25	30	15					180
保障性住房 用地	105- 110	5	—	—	—	—	5	—	15- 20	5- 10	25- 30	25- 30	5-10 5-10	5-10	10- 15	45- 50	—	10- 15	260- 310

数据来源：上海市规划和自然资源局、开源证券研究所

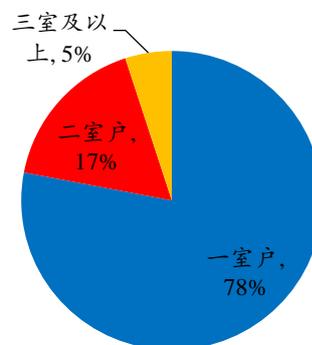
上海保租房选择和申请主要在“随申办”APP“我要租房”应用场景中查询，里面汇集了保障性、市场化等各类租赁房源，面向社会提供在线看房选房、申请预约、合同网签备案、提取住房公积金支付租金等一站式服务。通过跨部门数据共享，保障性租赁住房申请对象可以实现当天线上申请、当天完成审核并签约入住。截至12月初，随申办目前上线了50个可入住的保租房项目，共计5.2万套房源。

图22：上海全市投运的保租房出租率平均达到74%



数据来源：东方网、开源证券研究所

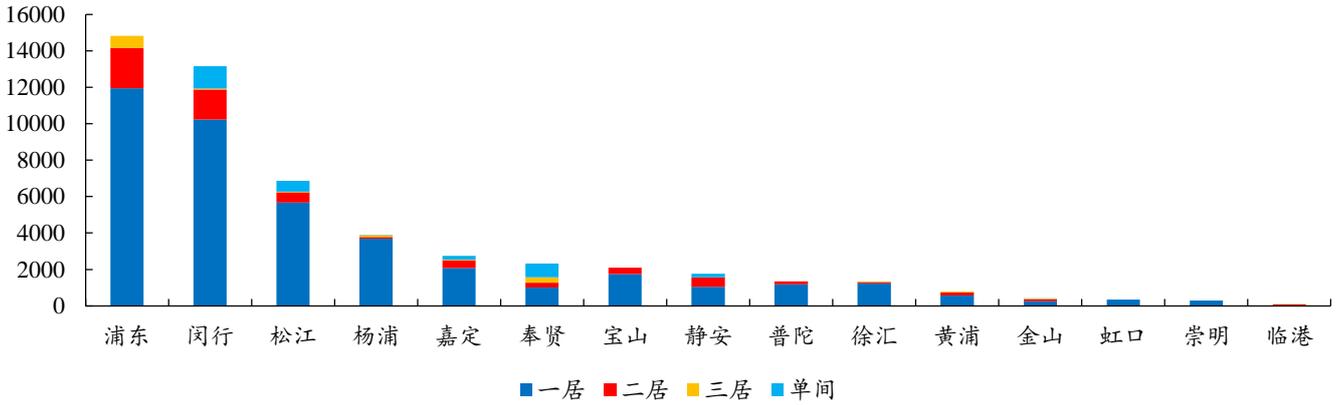
图23：上海已开工在建的保租房户型以小户型为主



数据来源：东方网、开源证券研究所

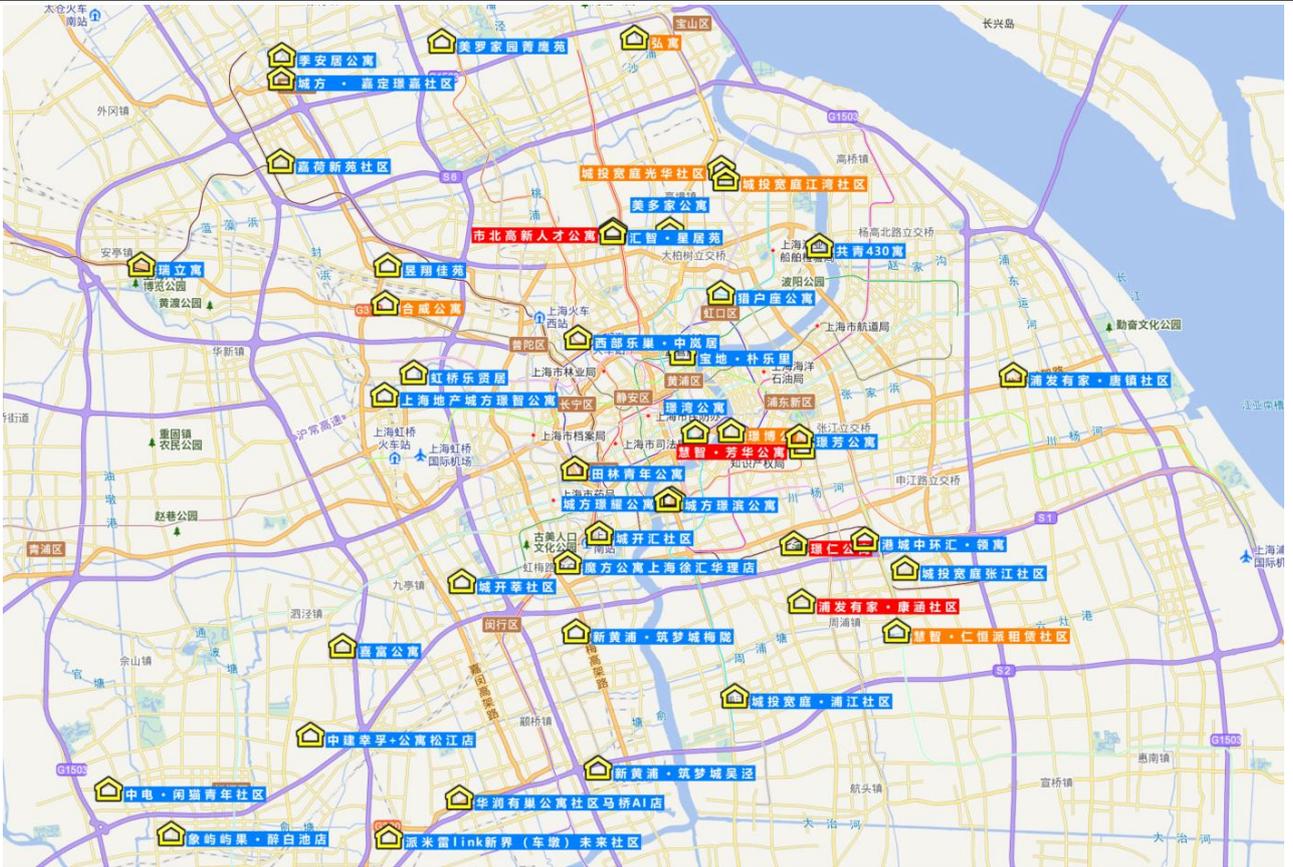
上海的保租房项目区域广覆盖，16个行政区及临港新片区均有分布，其中中心城区约占61%、外环外约占39%，浦东新区和闵行区供应保租房均超1.2万间，整体供应相对充足。保租房项目的建设主体中，国有企业（市属、区属、央企）占比74%、社会资本（民企、集体组织）占比26%。全市投运的保租房出租率平均达到74%，运营超过6个月的平均87%，部分社区出租率超过90%。保租房户型结构聚焦小户型，以建筑面积不超过70平方米的小户型为主，适当配置三居室等大户型房源。在已开工在建的项目中，一室户约15.6万套，占比78%；二室户约3.4万套，占比17%；三室及以上约0.9万套，占比5%。

图24：浦东新区和闵行保租房上市套数较充足



数据来源：随申办、开源证券研究所

图25：上海保租房在各个区域分布较均匀



资料来源：随申办、奥维地图、开源证券研究所

以黄浦璟湾公寓为例，项目紧邻西藏南路地铁站，2公里内五条轨交线路环绕，周边商业配套有西藏南路、打浦桥和淮海路商圈，交通和商业配套便利。新项目户型以一居室为主，共549套，占比73%，此外还有158套二居室及46套三居室。项目申请条件有（1）本市合法就业、在职工作；（2）家庭在浦西7个中心城区及浦东新区(外环以内)的人均住房建筑面积低于15平米；（3）一个家庭或单身人士只能承

租一套保障性租赁住房，三人以下家庭和单身人士可以申请入住一套二居室及以下户型，整体申请条件较为宽松。

图26：黄浦璟湾公寓保租房拥有一居室到三居室不同户型



资料来源：上海本地宝公众号

在“随申办”保租房源外，上海健全优化“一张床、一间房、一套房”的供应结构，通过非居住存量房屋改建等方式，加大“一张床”房源筹措和供给规模，为医护人员、环卫职工、快递小哥等基础服务行业者租房提供保障。徐汇区政府自2021年以来，通过多渠道筹措“一张床”项目，截至12月初共有消防员之家、环卫职工之家、医护之家、家政之家、辅警之家、保安之家等项目10个，已为城市建设者管理者提供床位超过2000张。

望月路515号保租房项目定位为城市建设者管理者之家。提供两人间、四人间、六人间三种房型，房间面积自19-61平方米不等，共计70套（间）294张床，床位租金价格仅460元/床/月起，出租率近90%。

图27：望月路515号保租房项目定位为城市建设者管理者之家



资料来源：上海徐汇微信公众号

习总书记考察的“新时代城市建设者管理者之家”，位于华润有巢公寓社区（马桥AI店）5号楼，这是上海市闵行区首个“新时代城市建设者管理者之家”，提供

440 张床位、138 套房源，分为双人间和四人间，双人间 900 元/床/月，四人间 500 元/床/月。

图28：华润有巢马桥店 5 号楼是上海市闵行区首个“新时代城市建设者管理者之家”



资料来源：新华网、澎湃新闻

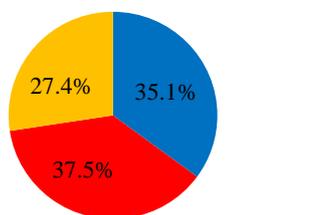
### 3.3、西安遵循以需定供，国企为主要生力军

#### 3.3.1、供需结构性错配，多渠道保障保租房地

西安作为西北地区主要的经济、文化中心，肩负建设国家中心城市的重大责任。虽然不断优化住房保障制度，但随着新市民、青年人群数量快速增加，租赁住房市场总体存在着结构性错配问题，个人出租房源以中大户型为主，而小户型、低租金的房源供给不足。西安市在学习了其他保租房试点城市的经验做法后，也提出了自己的“十四五”保障性租赁住房发展规划。

“十四五”期间，西安将按照“大力发展保障性租赁住房，做好存量公租房项目建设，适度发展共有产权房”的原则，力争新增保障性租赁住房达到 30 万套(间)，占新增住房供应总量的 30%以上。其中 2021-2022 年建设保租房 11 万套，2023-2024 年建设保租房 13 万套，2025 年建设保租房 6 万套，并进行优化补充。

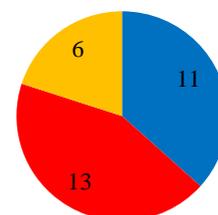
图29：西安租赁住房出租房源以中大户型为主



■ 71-100平方米 ■ >100平方米 ■ <70平方米

数据来源：西安市人民政府官网、开源证券研究所。注：数据截止 2022 年 2 月

图30：西安“十四五”期间计划新增保租房 30 万套（万套）



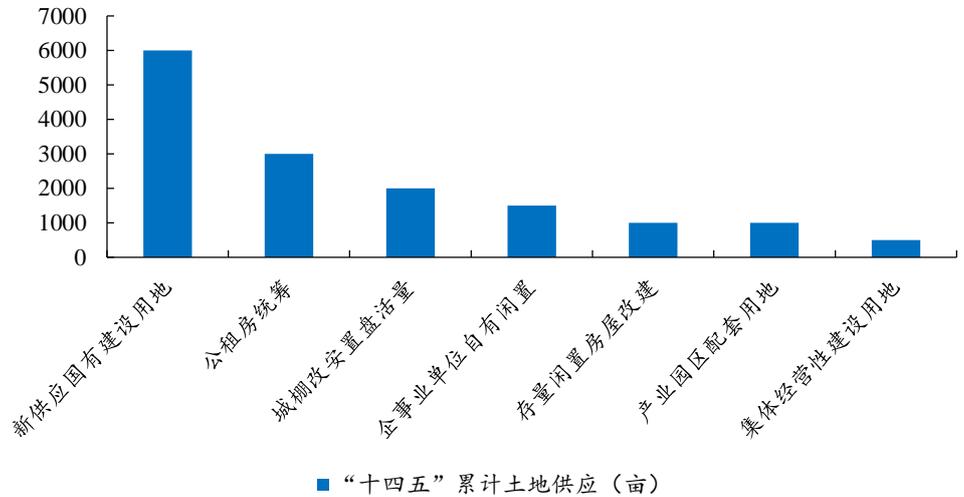
■ 2021-2022 ■ 2023-2024 ■ 2025

数据来源：西安市人民政府官网、开源证券研究所

土地供应方面，西安“十四五”期间仍然以新供应国有建设用地为主，占比为 40%。但是相较于上述上海保租房用地供应措施，西安不仅落实了 5 类国家所述渠道，

还增加了公租房统筹建设及城棚改安置盘活，旨在重点引导市场充分利用闲置、低效的存量土地和房屋筹集建设保障性租赁住房。

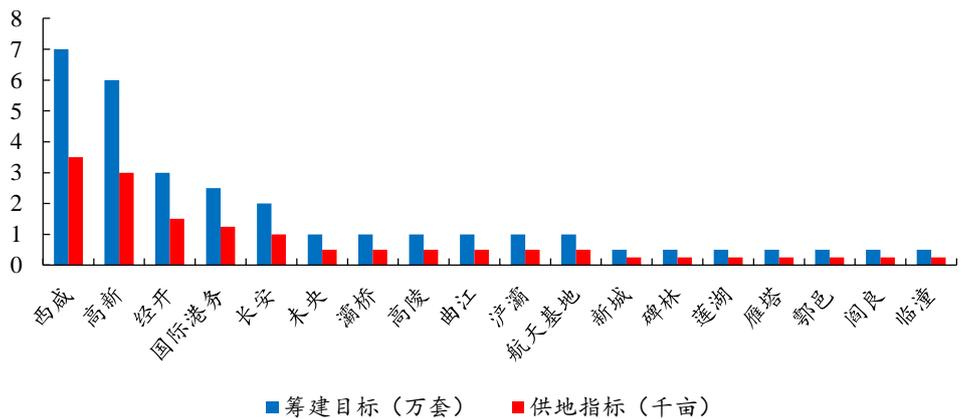
图31：西安“十四五”期间保租房以新供应国有建设用地为主



数据来源：西安市人民政府官网、开源证券研究所

通过将保租房筹建目标进行分区分析，西安市“十四五”期间，保障性租赁住房主要布局于产业发展新区，包括西咸新区、高新区及高新区临近区域、经开区及经开区临近区域、国际港务区等片区。对城六区存量土地、闲置房屋的充分挖掘与利用，形成保障性租赁住房供给。其他片区结合自身发展需求和市域宏观统筹，对保障性租赁住房筹建主要指标进行合理分解。其中西咸新区和高新区建设和供应占比最大，合计占比均为 43.3%。

图32：“十四五”期间西咸新区和高新区建设和供应合计占比均为 43.3%



数据来源：西安市人民政府官网、开源证券研究所

### 3.3.2、已运营项目相对集中，供应进度值得期待

2023 年 6 月，西安公布已筹建保租房项目 139 个、12.29 万套（间），筹建数量位居全国前列。根据西安市公布数据可以看出目前已运营保障性租赁住房主要分布于三环周边，集中于西咸新区、长安区及高新区。经开区和国际港务区运营数量相

对较少，随着保租房规划持续推进，相信更多的项目将会问世。

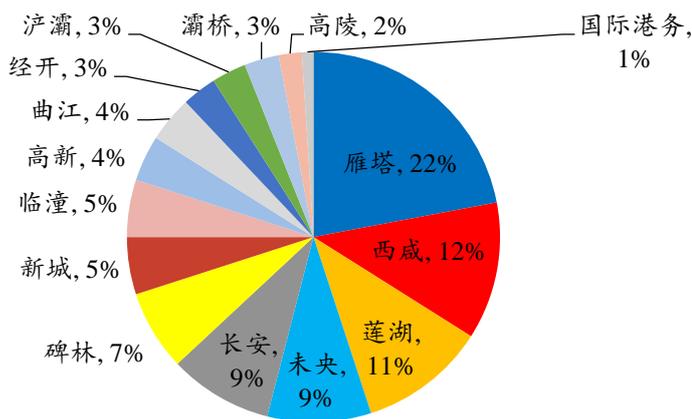
**图33：西安已经运营的保障性租赁住房主要分布于三环周边**



资料来源：西安市住房租赁协会公众号。注：数据截至2023年上半年底

西安目前保障性租赁住房供应同样基本遵循“以需定供”的遵旨。根据中指研究院西安租赁调查来看，西安市2023年三季度租赁居住的需求主要集中于雁塔、西咸两大区域，占比超过三成。雁塔区由于新供应土地较少，可新建和供应的包租房有限，而长安区及高新区距离雁塔区相对较近，保租房项目可以满足雁塔区租客需求。

**图34：西安市2023年三季度租赁居住的需求主要集中于雁塔、西咸两大区域**



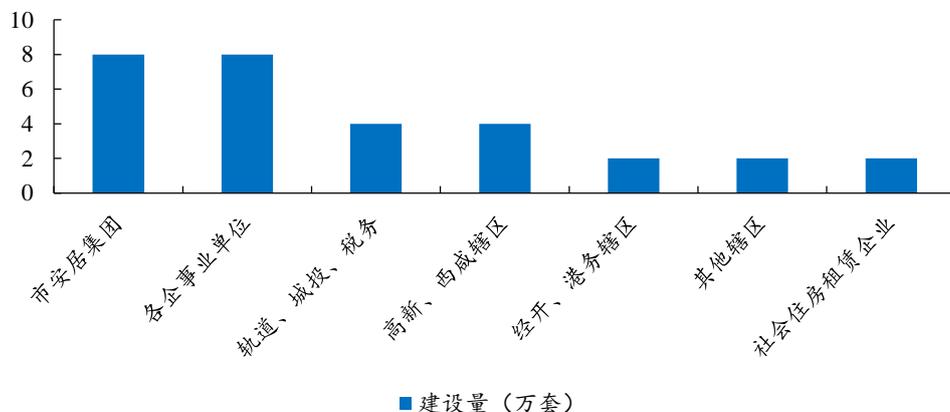
数据来源：西安市住房租赁协会公众号、开源证券研究所

### 3.3.3、引导多方主体投资，充分发挥市场机制

西安市坚持“谁投资、谁所有”的原则，引导多市场主体投资建设。市级平台公司建设12万套（间），其中：市安居集团作为专营机构承担8万套（间），轨道、城投、水务三大市级平台公司共承担4万套（间）。多主体建设18万套（间），其中：

高新、西咸组织辖区各市场主体各承担 2 万套，经开、港务组织辖区各市场主体各承担 1 万套（间），其他区组织辖区各市场主体共承担 2 万套（间），社会住房租赁企业建设、改建 2 万套（间），各企事业单位建设、改建 8 万套（间）。

**图35：西安市引导多市场主体投资建设保租房**



数据来源：西安市人民政府官网、开源证券研究所

从整体保租房建设认定可以看出，国资企业无疑是主要生力军，其中仅安居集团就承担了 26.7% 的目标。西安市安居集团是市政府直属大型国企，为全市唯一保障性住房专营机构。专注保障性住房投融资管运，经营范围覆盖城建领域全产业链。根据 Wind 数据显示，从 2022 年至今市安居集团共发行 3 期债券，为 2 期中期票据和 1 期私募债，发行规模总计 35 亿元。其中中期票据全部用于保障性租赁住房建设，私募债中 7.88 亿元用于偿还有息债务，剩余部分用于保障房项目建设运营或置换对应项目贷款。

**表10：西安市安居集团发行 3 期债券均用于保障房项目建设**

证券代码	证券名称	证券类别	发行方式	发行期限	票面利率(当期)(%)	发行规模(亿元)	发行日期
102282549.IB	22 西安安居 MTN001(保障性租赁住房)	一般中期票据	公募	5 年	2.9900	10.0000	2022/11/17
102380589.IB	23 安居建设 MTN001(保障性租赁住房)	一般中期票据	公募	3 年	3.2800	10.0000	2023/3/16
194593.SH	22 安居 01	私募债	私募	3 年	2.8000	15.0000	2022/5/26

资料来源：Wind、开源证券研究所

同时西安市鼓励万科泊寓、龙湖冠寓、朗诗等专业化租赁企业参与保障性租赁住房建设及运营管理，探索将成熟的市场化租赁项目纳入保障性租赁住房，加快形成实际供应，尽快满足市场需求。“十四五”期间通过改建方式筹集保障性租赁住房占总供应量 6.7%。截止 2022 年 2 月西安市集中式租赁企业有 12 家，运营房源数量约 1.3 万套，供给集中度较高，头部四家企业供给占集中式房源总数的 87%。

图36: 万科泊寓、魔方公寓、龙湖冠寓、朗诗寓较早进入西安市场



资料来源：克而瑞租售公众号、各公司官网、开源证券研究所

## 4、他山之石：新加坡和德国租赁房经验参考

### 4.1、从租金收益率判断城市保障房属性

住房自有率指居住在自有产权住房的家庭户数占全部住房家庭户数的比例，是国际上考察居民居住条件的常用指标，反映有多少人需要租房居住。从国际上来看，发达国家住房自有率在 50%-70%之间，租赁人口占比较高，一方是由于在资源配置市场化程度较高的情况下，人口流动性较大，工作束缚少，依附在住宅等不动产上的比例小；另一方面较完善的租赁制度和较低的房价收入比也让租房成为更受年轻人欢迎的方式。

图37: 我国住房自住率在主流国家中领先

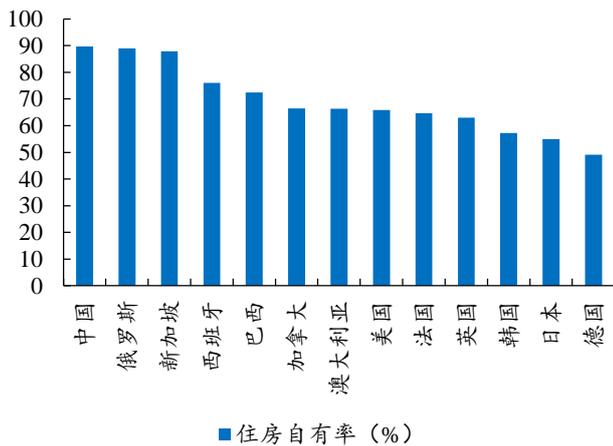
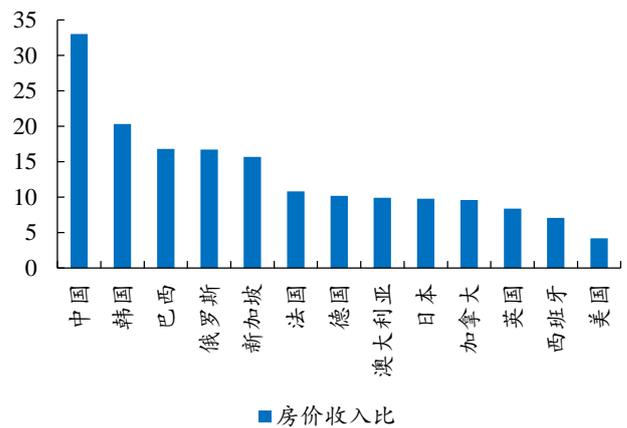


图38: 截至 2023H1 我国房价收入比在主流国家中领先

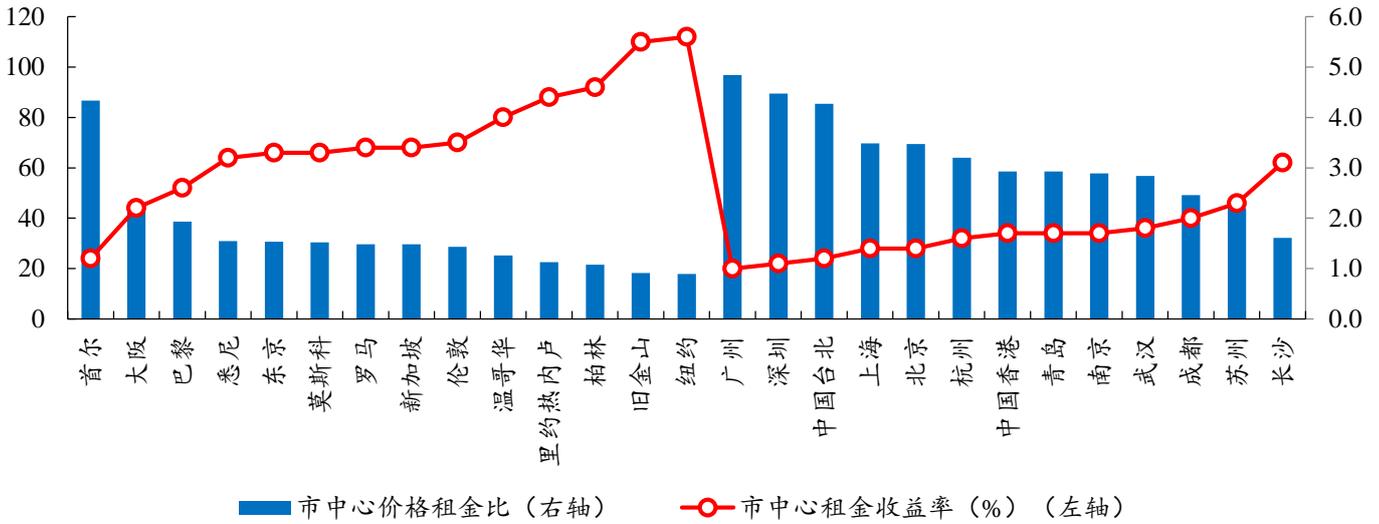


数据来源：Statistics、The National 等、开源证券研究所（数据来自不同年份，区间为 2018-2022 年）

数据来源：Numbeo、开源证券研究所

从全球视角来看，可比的租金收益率为衡量房地产市场盈利能力提供了基准的参考，反映了房产价值与租金之间的比例。在中国，深圳、北京、中国香港等一线城市的租金收益率相对较低，说明这些城市的房价相对于租金较高，与房地产市场热度及人口流向呈明显的相关性。

图39：国内城市市中心租金收益率低于全球主流城市



数据来源：Numbeo、开源证券研究所

## 4.2、新加坡模式：“居者有其屋”的广泛保障

新加坡的住房保障模式是政府直接提供和管理的。自1959年独立后，新加坡政府便关注中低收入群体的住房需求，通过建屋发展局（HDB）来建设保障性住房。1964年实施的“居者有其屋”政策进一步加强了政府在保障房领域的作用。至2020年，新加坡的房屋自有率极高，其中绝大多数居民居住在公共组屋内。新加坡的组屋建设、运营和管理在财务上得到住房公积金制度的支持，确保了资金的稳定性和可持续性。新加坡住房市场以廉价组屋为核心，超过80%的家庭居住在政府提供的组屋里，超过90%的家庭拥有组屋产权。

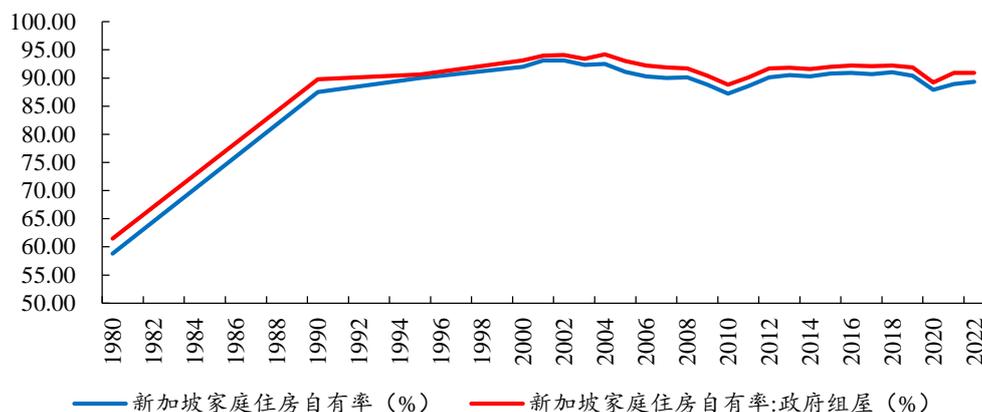
表11：新加坡组屋与国内共有产权房存在明显区别

	新加坡组屋	国内共有产权房
土地供应	政府是唯一供应主体，组屋供地远低于市场价	政府供地，土地价格低于市场价
申请条件	(1) 新加坡公民，家庭年满21岁，单身年满35岁 (2) 永久居民可以购买二手组屋 (3) 组屋一个家庭只能申请两次 (4) 对于不同申请类型设置了家庭月收入上限	(1) 符合本市住房限购条件且家庭成员在本市均无住房 (2) 家庭包括夫妻双方及未成年子女，单身年满30岁 (3) 一个家庭只能购买一套共有产权住房 (4) 没有收入限制
价格	新组屋价格根据收入确定，二手组屋价格买卖双方商定	低于同地段、同品质普通商品住房的价格
产权	所有权归属政府，购房者只有使用权	政府产权份额，原则上由项目所在地区级代持机构持有，也可由市级代持机构持有
覆盖规模	覆盖超过80%的新加坡居民	整体占比不高
二次销售	五年后可转售	取得不动产权证满5年的，可按市场价格转让所购房屋产权份额
出租产权份额	房主必须同住完全产权	可出租，租金按份额分配部分产权，优先面向保障性住房备案家庭或符合共有产权住房购房条件的家庭出租
监管和处罚	信息不实者，罚款、监禁或两者并施	取消购买资格或解除购房合同

资料来源：HDB官网、北京市住建委、开源证券研究所

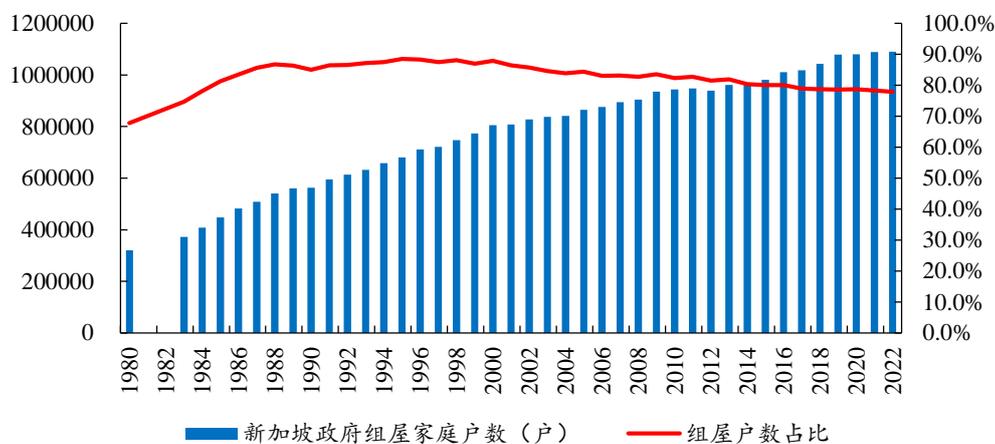
新加坡组屋覆盖率接近 80%。新加坡组屋租房的唯一供应方为新加坡建屋发展局(HDB)，1960 年为解决中低收入居民的居住问题而成立，致力于提供廉价住房。成立至今，HDB 组屋覆盖家庭户数至 1980 年后超过 80%，新加坡家庭住房自有率从 1980 年不足 60%到 2022 年达 89.3%，处于世界领先水平。

图40：新加坡住房持有率自 1990 年来保持在 90%左右



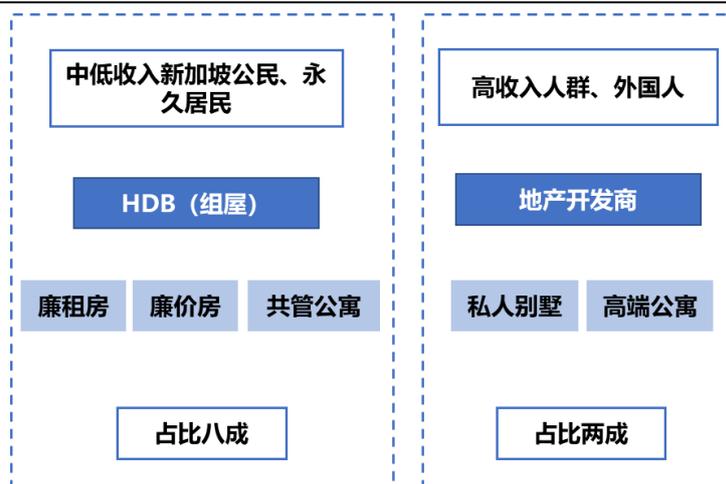
数据来源：Wind、开源证券研究所

图41：新加坡 2022 年组屋户数占比 77.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

新加坡住房模式的核心是价格较低的组屋体系，由此形成廉租房、廉价房和高端私人住宅为一体的阶梯化供应体系，这种模式成功的关键在于政府大力扶持、低价和独家供应保障住房供给充足、价格低廉，并且监管严格。私人住宅由于能享受资产增值的收益、配套设施和服务更好，是高收入群体的选择。

**图42：新加坡住房形成了阶梯化供应体系**


资料来源：HDB 官网、开源证券研究所

根据 HDB 年报，2022 年全国组屋数量为 111.7 万套，其中用于租赁 6.4 套，占比 5.8%，整体占比较小，其中一房和两房户型占比 97.1%。申请条件包括新加坡公民，没有住房，单身年龄年满 35 岁，家庭年满 21 岁。以 800 新元收入为标准，第一次申请两室户最高租金不超过 75 新元，租金收入比低于 10%，优惠力度较大。

**表12：新加坡组屋申请时对家庭规模要求严苛**

	家庭规模	户型
家庭	2 人	1 房
	2 人及以上	2 房
单身	2 人	1 房 (包含隔断公寓)

资料来源：HDB 官网、开源证券研究所

**表13：新加坡不同户型组屋的租金申请存在差异化**

月收入 (新元)	申请条件	一室户月租金 (新元)	两室户月租金 (新元)
≤800	第一次申请	26-33	44-75
	第二次申请	90-123	123-165
800-1500	第一次申请	90-123	123-165
	第二次申请	150-205	205-275

数据来源：HDB 官网、开源证券研究所

新加坡政府针对组屋出租和出售也有一定限制。购买组屋后屋主必须居住满 5 年后，才能进行整套出租或者转售，期间 3 室及以上屋主可以出租空余房间，但屋主本人必须在此居住。1 室和 2 室组屋租户最多为 4 人，3 室及以上组屋租户最多为 6 人。居住五年之内必须原价卖给 HDB，住满五年获得完整产权，可在二手组屋市场公开出售。

**表14: 新加坡组屋申请条件规范和系统化**

申请条件/限制要求	
公民资格	单身最多 2 居室，家庭最多 5 居室
年龄	核心家庭不低于 21 岁，单身不低于 35 岁
收入要求	2 室：家庭收入上限 7000 新元
	3 室：家庭收入上限 7000-14000 新元，不同项目上限不同 3 室以上：家庭收入上限 14000 新元，多代同居 21000 新元
出租	五年内 3 室以下不可出租，3 室及以上可部分出租 满五年可出租，1 室和 2 室租户最多为 4 人，3 室及以上租户最多为 6 人
出售	五年内原价卖给 HDB 满五年后可售

资料来源：HDB 官网、开源证券研究所

新加坡的组屋保障以收入为核心标准，一方面可以照顾低收入居民的居住需求，另一方面可以严格将高收入和拥有住房的家庭排除在组屋市场外，确保组屋不能成为高收入家庭资产增值的工具。在租赁保障层面，低收入居民申请组屋租赁租金较为低廉，租金收入比低于 10%，同时组屋作为大部分居民居住场所，有良好的基础设施和公共服务，也为租赁人群提供了较为舒适的生活环境。

新加坡组屋历经 80 余年发展，成立之初以保障基本住宿，到之后更加注重配套和生活环境，至今开始打造创新和智能化住宅。新加坡政府在组屋规划时，以居民的生活需求为考量，配置了社区商业、学校、社交和娱乐设施。每个组屋群中心都设有一个商业和活动中心，围绕中心分布 4000-6000 个住宅单元，同时组屋规划了全面的交通基础设施，包括自行车和行人网络，每个社区都连通了巴士站或地铁站/轻轨站，一般组屋中心就是交通枢纽中心。

**图43: 新加坡组屋历经 80 年发展更加注重配套和创新智能化**


资料来源：HDB 官网、开源证券研究所

图44：新加坡组屋建设与城市规划连为一体

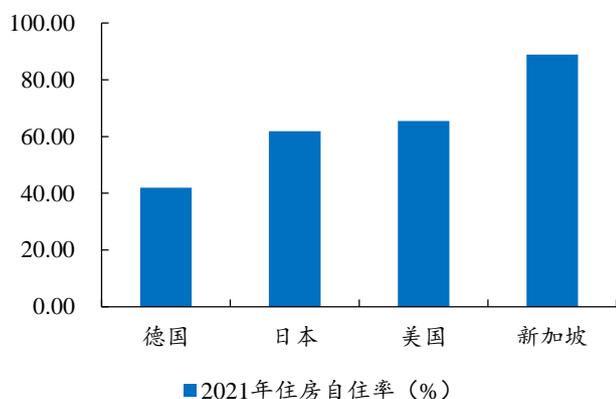


资料来源：HDB 官网

### 4.3、德国模式：社会福利体系中的可负担住房典范

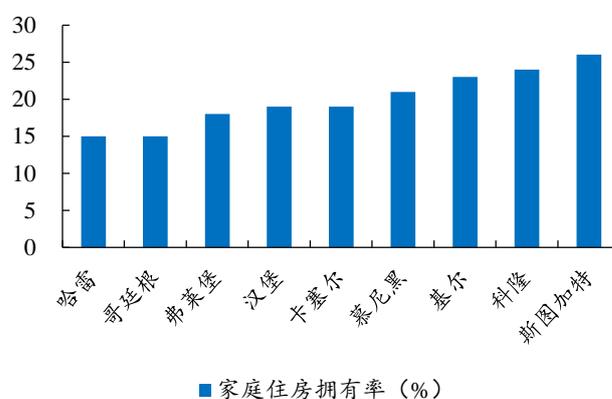
与新加坡高企的家庭住房自有率不同，2021 年德国住房自有率仅 42%，超过一半的德国人都是通过租房来解决居住需求，而核心城市柏林 2010 年租赁比率甚至达到 86%，远高于其他发达国家及核心城市，这和柏林作为德国首都、欧洲开放性大都会、外来人口较多有直接关系。德国将房地产业作为福利产业而非支柱产业，住房供给充足，租赁保障完善，房价涨幅和波动远小于其他发达国家。

图45：德国 2021 年住房自住率在发达国家中相对偏低



数据来源：Wind、开源证券研究所

图46：德国主要城市 2018 年住房自住率低



数据来源：Wind、开源证券研究所

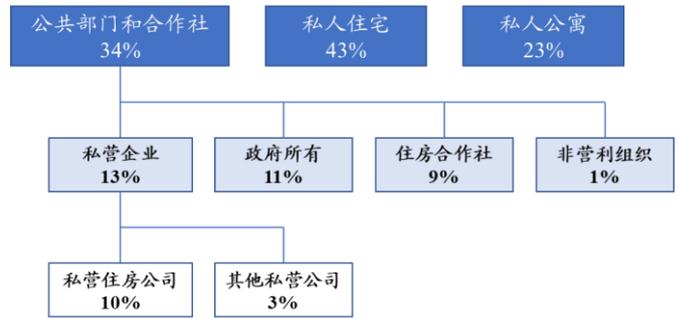
德国 21 世纪平均新建住宅套数维持在 25 万套，2016 年以来新建套数维持在超 30 万套。与新加坡政府垄断组屋建设不同，德国鼓励私人、开发商、住房合作社等多主体建房，而政府所有占比很小。根据德国联邦统计局 2019 年数据，德国存量住房最主要主体来源是私人和非机构房东，占比 66%，公共部门和合作社仅占比 34%，出租公寓比例最高的地区主要分布在德国东部城市。

图47：德国住房新建规模相对稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

图48：德国住房政府直接供给比例小



资料来源：德国联邦统计局、开源证券研究所

私人和非机构房东是最大的房屋供给方，1956年《住宅建设法》对自有住宅建设进行扶持，主要措施包括提供土地、提供贷款支持和利息补贴，给予税收减免等优惠。同与完全市场化的竞争不同，为了保护成本型租赁市场的发展，德国采取了独特的租金管理制度，鼓励住房合作社的运营，同时通过对租客权益的保障以及房屋质量的严格监管来推行保有权中立，以维持租房市场稳定，践行住房福利化的目标。德国在建立“单一制”租赁住房体系之初便采取政府积极干预以及政府与市场整合的方式，在保证租金稳定的同时，平衡租房质量供给并调动供给主体的积极性。

私营企业供给方主要包括私人住房公司、保险公司、信用机构、房地产信托基金及其他住房物业机构，以市场价租给租户，赚取稳定的租金收益。住房合作社普遍存在于欧洲，具体模式是集中建房持有，低价租给社员使用。房屋所有权归合作社，社员就有终身居住权，且居住权可继承。若期间退出、搬迁，合作社将退还此前所有房款。

表15：德国租赁住房保障体系完善

申请条件/限制要求	
充足福利房	为最低收入家庭提供社会福利房，根据各联邦州的差异和家庭人数，联邦政府目前给予每户每月325至600欧元左右的补贴。
租金管制	以租金基准价格为参照、规定最高允许租金和租金允许涨幅 新出租住房的租金不得高于该城市租金基准价格的10%。
合同管制	无限期合同保证了租房人能够长久租住一处房产 租房一方想终止合约通常须提前3个月通知对方
租购同权	居民合法纳税就可享有本地公共服务

资料来源：界面新闻、开源证券研究所

**图49：德国住房合作社租赁房多以低密度公寓为主**


资料来源：德国住房合作社官网

## 5、投资建议

国内住房保障体系经历了以售为主的经济适用房到以租为主的多种类保障房的转变，来住房保障制度将保持租售并举模式，“市场+保障”双轨制将逐渐完善。保障房体系可以缓解居民住房压力，盘活闲置土地和存量住房，“商改保”帮助房企去化库存，同时拉动投资促进宏观经济，我们预计2024年保障房建设的相关细则和规划会进一步出台。我们持续看好投资强度高、布局区域优、机制市场化的强信用房企。受益标的：（1）保利发展、招商蛇口、中国海外发展、建发股份、越秀地产、华发股份等优质央国企；（2）万科A、金地集团、美的置业、新城控股等财务稳健的民企和混合所有制企业。

**表16：我们持续看好投资强度高、布局区域优、机制市场化的强信用房企**

股票代码	公司名称	评级	总市值		归母净利润					P/E	
			亿元	2024/1/2	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
A股											
600048.SH	保利发展	买入	1,128.8	183.5	237.4	284.2	325.3	6.2	4.8	4.0	3.5
000002.SZ	万科A	买入	1,124.9	226.2	278.0	320.5	342.8	5.0	4.0	3.5	3.3
001979.SZ	招商蛇口	买入	810.9	42.6	86.3	115.8	134.8	19.0	9.4	7.0	6.0
600153.SH	建发股份	买入	287.2	62.8	76.2	86.8	98.2	4.6	3.8	3.3	2.9
601155.SH	新城控股	买入	250.6	13.9	46.1	55.8	62.5	18.0	5.4	4.5	4.0
600383.SH	滨江集团	买入	191.4	37.4	44.6	53.3	64.8	5.1	4.3	3.6	3.0
600325.SH	华发股份	未评级	191.3	25.8	27.9	31.3	35.3	7.4	6.8	6.1	5.4
H股											
1109.HK	华润置地	未评级	1,711.4	280.9	311.7	343.4	377.3	6.1	5.5	5.0	4.5
0688.HK	中国海外发展	买入	1,306.4	232.6	266.8	301.8	336.6	5.6	4.9	4.3	3.9
0123.HK	越秀地产	买入	215.5	39.5	43.6	52.7	62.3	5.4	4.9	4.1	3.5
3900.HK	绿城中国	未评级	178.4	27.6	36.8	45.8	53.6	6.5	4.9	3.9	3.3

数据来源：Wind、开源证券研究所（截至2024年1月2日，港元汇率1港元=0.91人民币，已评级公司盈利预测来自开源证券研究所，未评级公司盈利预测来自Wind一致预期）

## 6、风险提示

政策落地不及预期、资金到位不及预期、保障性住房布局供需错配。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn