

强于大市

房地产行业 2025 年 7 月月报

7 月新房、二手房成交同比降幅均扩大；一线城市土拍溢价率创六年来新高

核心观点

【新房成交】

- 在年中销售冲刺过后，7 月新房成交面积环比均下降，成交持续走弱，也在市场预期之中。7 月 40 城新房成交面积环比-27.7%，同比-17.2%，同比降幅扩大 5.7pct。1-7 月累计同比-3.8%。
- 从各能级城市来看，7 月新房成交全面走弱；一、二线城市新房成交面积同比降幅扩大，三四线城市同比降幅收窄。1) 一线城市：7 月新房成交面积环比-28.9%，同比-24.7%，同比降幅扩大 16.2pct。具体来看，北京环比-33%，同比-24%；上海环比-23%，同比-27%；广州环比-34%，同比-11%；深圳环比-26%，同比-51%。1-7 月一线城市新房成交面积同比-2.3%。1-7 月深圳新房成交面积同比+0.1%，广州同比+4%，北京同比-3%，上海同比-8%。2) 二线城市：7 月新房成交面积环比-27.3%，同比-13.9%，同比降幅扩大 5.5pct。7 月新房成交面积环比增长的有福州，其余均环比负增长；同比仅南宁、武汉、福州、济南、宁波正增长，其余城市同比均呈现负增长。从累计来看，1-7 月二线城市新房成交面积同比下降 2.1%。1-7 月武汉新房成交面积同比+26%，南宁同比+19%，福州同比+15%。3) 三四线城市：7 月新房成交面积环比-27.7%，同比-14.0%，同比降幅收窄 7.2pct。金华、东莞、佛山、泰安、清远、海门、温州、惠州新房成交面积环比下降；宝鸡新房成交面积环比上升，同比下降；吉安、舟山、江门、莆田、衢州、扬州新房成交面积环比下降，同比上升；池州、韶关、云浮新房成交面积环比均上升。1-7 月三四线城市新房成交面积同比下降 9.2%。

【二手房成交】

- 7 月二手房成交面积同比降幅扩大。7 月 18 城二手房成交面积环比-2.5%，同比-14.9%，同比降幅扩大 11.5pct，成交动能持续转弱。1-7 月累计同比+9.6%。
- 7 月各能级城市二手房成交面积同比增速均下行。7 月一、二、三四线城市二手房成交面积环比增速分别为-11.6%、-1.6%、6.0%，同比增速分别为-11.3%、-18.9%、-10.0%，一线城市同比由正转负，同比增速下降 17.1pct，二线城市同比降幅扩大 9.4pct，三四线城市同比降幅扩大 6.1pct。具体而言，一线城市中，7 月北京二手房成交面积环比-16%，同比-17%；深圳环比+3%，同比+5%。二线城市中，青岛环比+8%，但同比-7%；成都环比+4%，但同比-5%；厦门环比-11%，同比+1%；其余城市环比均负增长。三四线城市中东莞、吉安、扬州、清远环比均上升；金华、佛山、池州环比上升，同比下降；衢州环比下降，同比上升；韶关环比均下降。从累计来看，1-7 月一、二、三四线城市二手房成交面积同比增速分别为 20.8%、6.0%、-2.5%，具体而言，一、二线城市中 1-7 月二手房成交面积同比正增长的有：深圳（同比+35%）、杭州（同比+18%）、北京（同比+16%）、成都（同比+15%）、南宁（同比+12%）、厦门（同比+10%）、苏州（同比+5%）、青岛（同比+1%）。

【新房库存与去化】

- 库存与去化：库存规模与去化周期环比均有所上升。截至 7 月末，我们跟踪的 12 城新房库存面积环比+0.1%，同比-15.9%；整体去化周期为 12.4 个月，环比+0.2 个月，同比-2.8 个月。具体来看，仅上海、杭州去化周期在 12 个月以内。
- 开盘去化率：微观项目层面来看，市场热度持续走低。根据克而瑞，重点城市 7 月平均开盘去化率为 32%，环比-9pct，降至年内最低，同比+5pct。7 月一、二线城市平均开盘去化率分别为 24%、34%，环比分别下降 16、10pct，同比均提升 5pct。三四线城市本月数据缺失。分城市来看，北京、上海、深圳、杭州、成都、重庆、武汉等热点城市集体降温。其中，深圳 7 月降至 4%创近 10 年来新低；上海 7 月有 24 盘入市，其中 5 个项目开盘售罄，去化率 80%以上的项目仅 6 个，平均开盘去化率 40%，环比-10pct，开盘去化表现整体一般，仅个别项目成交活跃；杭州整体去化率 62%，环比-11pct，核心区项目去化率降至 92%，近郊板块去化率 70%，远郊仅 2%；成都 5 个项目开盘，且均为计容新规项目，其中近郊 2 个刚需刚改项目凭借地段优势+性价比优势开盘即罄，主城区 3 个项目首开，均以单价 3 万-4 万元/平方米的改善产品为主，总价门槛高，开盘去化均约 30%，拖累 7 月成都整体平均去化率锐减 50pct 至 44%。

【土地市场】

- 7 月溢价率环比回升，其中一线城市溢价率创六年来新高。7 月全国成交土地建面环比+12.7%，同比-10.4%；其中一、二、三线城市环比增速为+46.6%、-28.9%、-13.0%，同比增速为+44.9%、-15.9%、-45.7%。7 月全国成交土地平均楼面价环比+20.8%，同比+4.6%；其中一、二、三线城市环比增速为+17.1%、-28.2%、-6.9%，同比增速为 39.7%、19.5%、7.5%。7 月全国平均土地溢价率为 5.7%，环比+0.5pct，同比+1.3pct；其中一、二、三线城市平均溢价率分别为 21.7%、4.8%、2.5%，一线城市环比+17.0pct，同比+18.0pct，二线城市环比-2.5pct，三线城市环比-0.1pct，同比-0.8pct。7 月土地热度环比有所回升，主要是由一线城市溢价率大幅提升，创下 2019 年 7 月以来的新高。7 月上海、深圳多宗优质宅地拍出了 20%以上的高温溢价率。上海徐汇衡复地块、深圳南山前海地块创下了两个城市各自的楼面价新高。
- 1-7 月全国土地成交规模减少，但楼面均价涨幅超过 10%，整体“提质增量”特征明显。1-7 月全国成交土地规划总建面同比-6.2%；成交总价同比+5.9%；楼面均价同比+12.9%；平均溢价率 7.5%，同比+3.9pct。一、二、三线城市土地成交建面同比增速为-12.6%、-1.1%、-8.4%；平均土地溢价率为 12.3%、11.0%、2.8%，一、二线城市同比分别提升 8.4、6.6pct，三线城市同比-0.4pct。

【房企】

- 房企销售：百强房企 7 月全口径销售同比降幅扩大，权益口径销售同比降幅收窄。百强房企 7 月全口径销售金额同比-25.1%（前值：-21.5%）；权益口径同比-25.2%（前值：-27.0%）。2025 年 1-7 月百强房企全口径销售金额同比-13.2%（前值：-11.4%）；权益口径 1.47 万亿元，同比-13.3%（前值：-11.5%）。TOP20 房企中，7 月销售金额同比为正的有：能建城发（+62%）、金茂（+51%）、滨江（+25%）、越秀（+22%）、绿地（+10%）、融创（+5%）。
- 房企拿地：7 月百强房企拿地金额回落，但拿地强度持续提升。百强房企 7 月拿地金额环比-17.3%，环比-29.8%，拿地强度提升 44%，环比+6pct，同比+4pct；拿地均价同比-31.3%；楼面均价同比+20.4%。百强房企拿地强度提升主要是因为核心城市拿地集中度提升，房企投资积极性筑底回升。头部房企拿地强度更大，CR5、CR10、CR20、CR50 拿地强度分别为 68%、61%、59%、50%，同比分别提升 25、19、17、8pct。具体来看，7 月拿地金额排名前三的房企为：绿城、中海、招商。其中，中海、绿城在上海、杭州等核心城市积极拿地，单月拿地超 150 亿，招蛇也在上海、深圳等一线城市落子，单月拿地接近 70 亿。可见，当前房企拿地始终聚焦在核心城市核心地段。优质土地成交带动百强房企 1-7 月拿地金额同比+32.5%，楼面均价同比+34.1%，拿地强度 34%，同比+12pct。具体来看，中海、绿城拿地金额超 600 亿元，中海拿地金额 650 亿元，同比+306%，拿地强度 50%，绿城拿地金额 602 亿元，同比+339%，拿地强度 70%，保利发展拿地金额超 500 亿元（512 亿元，拿地强度 31%），其他拿地金额超 300 亿元的企业还有：金茂、华润、建发、招商、滨江。
- 房企融资：7 月房地产行业融资规模环比增加。7 月房地产行业国内外债、ABS 发行规模合计 714 亿元，同比+90%，环比+48%，平均发行利率 2.54%，同比 0.24pct，环比 0.51pct。具体来看，金茂、保利发展、华润发行国内债规模较大，分别为 40、38、30 亿元。1-7 月行业国内债、ABS 发行规模 3193 亿元，同比+3%，平均发行利率 2.91%，同比 0.15pct。未来一年（25 年 8 月-26 年 7 月）行业国内外债到期规模 7574 亿元，其中 26 年 3 月、4 月、7 月是到期小高峰，到期规模分别为 824、788、1033 亿元。

【政策】

- 从近期的中央城市工作会议、政治局会议相关表态来看，“高质量开展城市更新”已经成为行业主线任务，配套政策有望加速落地。1) 中央城市工作会议将“城市更新”写进总体要求，这是继 2015 年 12 月之后时隔 10 年再度召开，明确我国城镇化进入稳定发展期，城市工作重点转向“存量提质增效”。这是有关城市发展最高规格的会议，由中共中央举办，意义重大。会议提出“高质量开展城市更新”，“加快构建房地产发展新模式，稳步推进城中村和危旧房改造”。中央将“城市更新”写入总体要求，意味着我国城市发展逐渐进入城市更新的重要时期。2) 政治局会议提出“高质量开展城市更新”。首先，我们认为，虽然会议未直接提及房地产，但推动房地产市场止跌回稳仍是重要的政策目标，短期或更多聚焦在已出台政策的有效落实。其次，会议提出“落实好中央城市工作会议精神，高质量开展城市更新”。城市更新相关内容从 4 月政治局会议的“加力实施”，到 7 月中央城市工作会议与政治局会议的“高质量开展”，提出上更加向质量和品质提升倾斜。城市更新已经成为当前房地产行业的主线任务，配套政策有望加速落地。不过从目前来看，今年政策力度并不快。此外，会议还提出“落实好国家积极财政政策和适度宽松的货币政策，充分释放政策效应”。货币政策方面，今年目前仅在 5 月将 5 年期以上 LPR 下调了 10BP，我们预计今年年内房贷利率仍有进一步下调的可能。
- 地方政策方面，成都分批取消住房限售；广州、济南、成都、武汉等地优化公积金政策（济南支持提取公积金支付首付款，广州支持“商转公”，成都下调二套房首付比例，武汉提升二套房贷款额度）；长沙、武汉、重庆、衢州、无锡等多地灵活发放购房补贴。此外，一线城市北京市于 8 月 8 日优化了限购与公积金政策。a) 限购优化：五环外购房不限套数，直接利好五环外市场，同时也有利于畅通置换链条。渐进性的放松也保留了未来限购进一步优化的空间。新政明确“成年单身人士按照居民家庭执行商品住房限购政策”，单身户籍人士在五环内的限购套数从 1 套增至 2 套。至此，目前最新限购政策为：五环内本市户籍单身或家庭限购 2 套，非本市户籍单身或家庭限购 1 套（社保/个税年限满 3 年）；五环外购房不限套数，不过非本市户籍仍需满足社保/个税年限连续 2 年的要求。b) 公积金政策优化：二套最低首付比例统一执行 30%；对借款申请人在本市无住房、且全国范围内无公积金贷款或使用过 1 次公积金贷款并已结清的，认定为首套房；提高每缴存一年公积金的可贷款额度；支持公积金贷款支付购房首付款的同时申请公积金贷款。均有利于降低购房者购房成本和购房门槛，增强购房者购房能力。从市场角度来看，北京 7 月新房、二手房成交套数同比下降 30%、18%，同比增速较 6 月下降 33、19pct。

【板块建议】

- 7 月地产板块涨幅深 300，主要因为政策博弈行情机会。7 月地产板块绝对收益为 4.3%，相对收益（相对沪深 300）为 0.7%，主要是因为二季度以来房地产行业销售、投资、房价等基本面数据均走弱，针对二季度数据情况，市场对政治局表态的预期有所增强，带动板块在 7 月出现一波政策博弈的行情机会。

投资建议

- 二季度以来销售、投资、房价数据均明显走弱，推动房地产市场“止跌回稳”仍是当前行业的主要目标，一线城市北京也在市场压力之下，落地了优化限购与公积金政策。此外，从近期的中央城市工作会议、政治局会议相关表态来看，“高质量开展城市更新”已经成为行业主线任务，配套政策有望加速落地，各地也将加速出台城市更新相关行动方案。地产从标的来看，一方面，流动性安全、重仓高能级城市、产品力突出的房企或更具稀缺属性；另一方面，得益于负债、政策纾困、销售改善等多重逻辑下的困境反转的标的或具备更大的估值修复弹性。
- 现阶段我们建议关注四条主线：1) 基本盘稳定、在一二线城市核心城市的销售和土储占比高、在重点城市的市占率较高的房企：滨江集团、华润置地、越秀地产、建发国际集团。2) 在 2024 年以来销售和拿地均有显著改善的房企：保利发展、绿城控股。3) 经营策略上有增量变化的房企：新城控股、金地集团、龙湖集团。4) 受益于二手房市场持续修复的房地产经纪公司：贝壳-W、我爱我家。

风险提示：

- 房地产调控升级：销售超预期下行；融资收紧。

相关研究报告

《单月销售降幅扩大：开竣工与投资均走弱——房地产行业 2025 年 4 月统计局数据点评》
(2025/05/20)

《70 城新房房价环比跌幅持平，二手房房价环比跌幅扩大：一线城市二手房房价环比由涨转跌——房地产行业 2025 年 4 月 70 个大中城市房价数据点评》(2025/05/21)

《房地产行业 2024 年年报&2025 年一季度综述：2025 年将成为房地产行业“由量转质，优化结构”的关键年》(2025/05/09)

《房地产“止跌回稳”主基调不变，释放需求和化解风险并行，传递积极信号——2025 年政府工作报告解读》(2025/03/06)

《70 城新房、二手房房价环比跌幅均持平；二线城市新房房价环比增速回正——房地产行业 2025 年 1 月 70 个大中城市房价数据点评》
(2025/02/20)

《“旧改为主、收储为辅”贯穿 2025 年地产行业主线——房地产行业 2025 年年度策略》
(2024/12/13)

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

房地产行业

证券分析师：夏亦丰

(8621)20328348

yifeng.xia@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521070005

证券分析师：许佳璐

(8621)20328710

jialu.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110002

目录

1 7月新房、二手房成交同比降幅均扩大	6
1.1 新房：成交面积持续走弱，同比降幅进一步扩大	6
1.2 二手房：7月二手房成交面积同比降幅扩大，成交动能转弱.....	7
1.3 库存：库存规模与去化周期环比均有所上升，开盘去化率环比下滑	8
2 土地市场：“提质缩量”特征进一步显现，7月溢价率环比回升，其中 一线城市溢价率创六年来新高	11
3 房企：7月百强全口径销售同比降幅扩大；拿地量回落，但拿地强度持 续提升	14
3.1 销售：百强房企7月全口径销售同比降幅持续扩大，权益口径销售同比降幅小幅收窄	14
3.2 拿地：7月百强房企拿地金额回落，但拿地强度持续提升	15
3.3 房企融资与债券到期：7月房地产行业融资规模同环比增长	17
4 政策：“高质量开展城市更新”已经成为行业主线任务，北京优化限 购与公积金贷款政策	19
5 7月地产板块跑赢沪深300，主要因为政策博弈行情机会	21
6 投资建议	22
7 风险提示	23
8 附录	24

图表目录

图表 1. 7 月 40 城新房成交面积 866.2 万平，环比下降 27.7%，同比下降 17.2%...	6
图表 2. 7 月一、二、三四线新房成交面积环比增速分别为-28.9%、-27.3%、-27.7%.....	6
图表 3. 7 月一、二、三四线新房成交面积同比增速分别为-24.7%、-13.9%、-14.0%.....	6
图表 4. 我们跟踪的城市中，多数 7 月新房成交面积同环比均呈负增长.....	7
图表 5. 7 月 18 城二手房成交面积 790.2 万平，环比下降 2.5%，同比下降 14.9%.	7
图表 6. 7 月一、二、三四线城市二手房成交面积环比增速分别为-11.6%、-1.6%、6.0%.....	7
图表 7. 7 月一、二、三四线城市二手房成交面积同比增速分别为-11.3%、-18.9%、-10.0%.....	8
图表 8. 7 月我们跟踪的重点城市中，多数二线城市二手房成交面积同环比均下降	8
图表 9. 截至 2025 年 7 月末，12 个城市新房库存面积为 11118.4 万平，环比上升 0.1%，同比下降 15.9%.....	8
图表 10. 截至 2025 年 7 月末，一、二、三四线城市库存面积环比增速分别为 0.2%、-0.01%、0.2%.....	8
图表 11. 截至 2025 年 7 月末，一、二、三四线城市库存面积同比增速分别为-15.3%、-20.2%、1.2%.....	9
图表 12. 截至 2025 年 7 月末，12 个城市整体新房库存面积去化周期为 17.4 个月，环比上升 0.2 个月，同比下降 2.8 个月.....	9
图表 13. 截至 2025 年 7 月末，一、二、三四线城市新房库存面积去化周期分别为 18.2、14.4、38.8 个月.....	9
图表 14. 截至 2025 年 7 月末，一、二线城市环比分别上升 0.1、0.4 个月，三四线城市环比下降 4.3 个月.....	9
图表 15. 截至 2025 年 7 月末，一、二、三四线城市新房库存面积去化周期同比分别下降 2.6、2.9、17.8 个月.....	9
图表 16. 截至 2025 年 7 月底，仅上海、杭州去化周期在 12 个月内.....	9
图表 17. 2025 年 7 月重点城市平均开盘去化率为 32%.....	10
图表 18. 7 月北京、上海、深圳、杭州、成都、重庆、武汉等热点城市集体降温	10
图表 19. 7 月全国成交土地规划总建筑面积为 17247.4 万平方米，环比下降 12.7%，同比下降 10.4%.....	11
图表 20. 7 月一、二、三线城市成交土地规划建筑面积环比增速分别为-46.6%、-28.9%、-13.0%.....	11
图表 21. 7 月一、二、三线城市成交土地规划建筑面积同比增速分别为-44.9%、-15.9%、-4.5%.....	11
图表 22. 7 月全国住宅类成交土地建面 3283.2 万平方米，环比下降 18.4%，同比下降 16.9%.....	11
图表 23. 7 月一、二、三线城市住宅类土地成交建面环比增速分别为-68.9%、-48.4%、-16.3%.....	11

图表 24. 7 月一、二、三线城市住宅类土地成交建面同比增速分别为 -49.9%、-3.8%、-17.6%.....	11
图表 25. 7 月全国成交土地平均楼面价 1085 元/平，环比下降 20.8%，同比上升 4.6%.....	12
图表 26. 7 月平均土地溢价率为 5.7%，较上月上升了 0.5 个百分点，较 2024 年同期上升了 1.3 个百分点.....	12
图表 27. 7 月一、二、三线城市成交土地楼面均价环比增速分别为 -17.1%、-28.2%、5.6%.....	12
图表 28. 7 月一、二、三线城市成交土地楼面价同比增速分别为 39.7%、19.5%、7.5%.....	12
图表 29. 7 月一、二、三线城市成交土地平均溢价率分别为 21.7%、4.8%、2.5%.....	13
图表 30. 7 月全国住宅类用地成交土地平均楼面价为 3881 元/平，环比下降 22.1%，同比上升 12.9%.....	13
图表 31. 7 月全国住宅类用地平均溢价率为 7.0%，环比上升 0.9 个百分点，较去年同期提升了 1.8 个百分点.....	13
图表 32. 7 月一、二、三线城市住宅类用地成交土地平均楼面价环比增速为 52.7%、-3.0%、13.3%.....	13
图表 33. 7 月一、二、三线城市住宅类用地成交土地平均楼面价同比增速分别为 21.9%、18.5%、-3.2%.....	13
图表 34. 7 月一、二、三线城市住宅类用地平均土地溢价率分别为 12.3%、11.0%、2.8%.....	13
图表 35. 百强房企 7 月权益口径销售金额 1622 亿元，同比下降 25.2%.....	14
图表 36. 7 月 CR5、CR10、CR20、CR50 单月权益口径销售额同比增速分别为 -20.5%、-19.7%、-21.8%、-23.6%.....	14
图表 37. 7 月各梯队权益口径销售额同比降幅均收窄.....	14
图表 38. TOP20 房企中，7 月销售额同比增速为正的房企有：能建城发（+62%）、中国金茂（+51%）、滨江集团（+25%）、越秀地产（+22%）、绿地控股（+10%）、融创中国（+5%）.....	15
图表 39. 百强房企 7 月全口径拿地金额 985 亿元，同比下降 17.3%，环比下降 29.8%.....	15
图表 40. 7 月百强房企拿地强度为 44%.....	15
图表 41. 7 月拿地金额排名前三的房企为绿城中国、中海地产、招商蛇口.....	16
图表 42. 1-7 月拿地金额超过 300 亿元的房企有：中海地产、绿城中国、保利发展、中国金茂、华润置地、建发国际、招商蛇口、滨江集团.....	16
图表 43. 7 月房地产行业国内外债券、ABS 发行规模合计 714 亿元，同比增长 90%，环比增长 48%.....	17
图表 44. 7 月房地产行业国内外债券、ABS 平均发行利率 2.54%，同比下降 0.24 个百分点.....	17
图表 45. 7 月金茂、保利发展、华润发国内债券规模较大，分别为 40、38、30 亿元，平均发行利率分别 2.34%、2.29%、1.82%.....	17
图表 46. 未来一年（2025 年 8 月-2026 年 7 月）行业国内外债券到期规模为 7574 亿元，其中 2026 年 3 月、4 月、7 月是到期小高峰，到期规模分别为 824、788、	

1033 亿元	18
图表 47. 2025 年 7 月中旬召开的中央城市工作会议当中，将“城市更新”写进总体规划	19
图表 48. 房地产行业 7 月绝对收益为 4.3%	21
图表 49. 房地产行业 7 月相对沪深 300 收益为 0.7%	21
图表 50. 城市数据选取清单	24

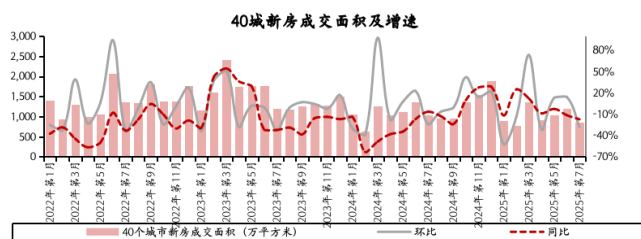
17月新房、二手房成交同比降幅均扩大

1.1 新房：成交面积持续走弱，同比降幅进一步扩大

在年中销售冲刺过后，7月新房成交面积同环比均下降，成交持续走弱。7月40城新房成交面积866.2万平，环比下降27.7%，同比下降17.2%，同比降幅较6月扩大5.7个百分点。从累计来看，1-7月40城新房成交面积合计7086.4万平，同比下降3.8%。

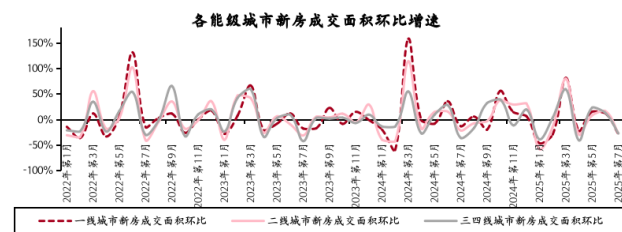
从各能级城市来看，7月新房成交全线走弱；一、二线城市新房成交面积同比降幅扩大，三四线城市同比降幅收窄。1) 一线城市：7月新房成交面积195.9万平，环比下降28.9%，同比下降24.7%，同比降幅较6月扩大16.2个百分点。具体来看，北京环比下降33%，同比下降24%；上海环比下降23%，同比下降27%；广州环比下降34%，同比下降11%；深圳环比下降26%，同比下降51%。从累计来看，1-7月一线城市新房成交面积为1579.8万平，同比下降2.3%。1-7月深圳新房成交面积同比增长0.01%，广州同比增长4%，北京同比下降3%，上海同比下降8%。2) 二线城市7月新房成交面积442.5万平，环比下降27.3%，同比下降13.9%，同比降幅较6月扩大了5.5个百分点。我们跟踪的二线城市7月新房成交面积环比增长的有福州，其余均环比负增长；同比仅南宁、武汉、福州、济南、宁波正增长，其余城市同比均呈现负增长。从累计来看，1-7月二线城市新房成交面积为3588.8万平，同比下降2.1%。1-7月武汉新房成交面积同比+26%，南宁同比+19%，福州同比+15%。3) 三四线城市7月新房成交面积227.7万平，环比下降27.7%，同比下降14.0%，同比降幅较6月收窄了7.2个百分点。金华、东莞、佛山、泰安、清远、海门、温州、惠州新房成交同环比均下降，宝鸡新房成交环比上升、同比下降，吉安、舟山、江门、莆田、衢州、扬州新房成交环比下降、同比上升，池州、韶关、云浮新房成交同环比均上升。从累计来看，1-7月三四线城市新房成交面积为1917.8万平，同比下降9.2%。

图表 1.7月40城新房成交面积866.2万平，环比下降27.7%，同比下降17.2%



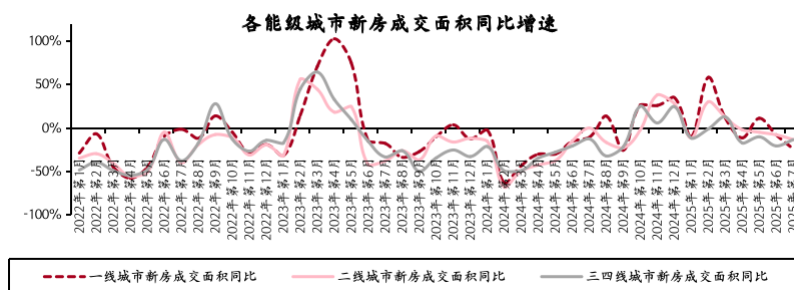
资料来源：同花顺，中银证券

图表 2.7月一、二、三四线新房成交面积环比增速分别为-28.9%、-27.3%、-27.7%



资料来源：同花顺，中银证券

图表 3.7月一、二、三四线新房成交面积同比增速分别为-24.7%、-13.9%、-14.0%



资料来源：同花顺，中银证券

图表 4. 我们跟踪的城市中，多数 7 月新房成交面积同环比均呈负增长

2025年7月全国重点城市新房成交面积 (单位: 万平)									
能级	城市	成交面积	环比	同比	能级	城市	成交面积	环比	同比
一线	北京	37	-33%	-24%	三四线	金华	6	-60%	-15%
	上海	78	-23%	-27%		宝鸡	4	31%	-17%
	广州	65	-34%	-11%		吉安	2	-69%	54%
	深圳	16	-26%	-51%		池州	5	155%	16%
	合计	196	-29%	-25%		舟山	3	-31%	66%
二线	南宁	42	-1%	35%		江门	19	-15%	179%
	杭州	34	-52%	-47%		韶关	11	153%	108%
	武汉	87	-39%	1%		东莞	14	-1%	-2%
	青岛	104	-6%	-14%		佛山	25	-33%	-39%
	苏州	16	-67%	-49%		莆田	4	-44%	75%
	福州	18	0.4%	30%		泰安	7	-15%	-8%
	成都	68	-12%	-29%		清远	15	-2%	-29%
	宁波	18	-43%	8%		衢州	13	-54%	198%
	南京	21	-24%	-51%		云浮	10	47%	28%
	济南	36	-15%	25%		海门	2	-12%	-60%
	合计	443	-27%	-14%		温州	31	-61%	-4%
						扬州	10	-9%	11%
						惠州	28	-11%	-3%
						合计	228	-28%	-14%

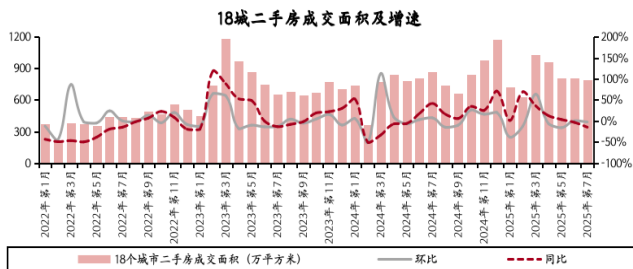
资料来源: 同花顺, 中银证券

1.2 二手房: 7 月二手房成交面积同比降幅扩大, 成交动能转弱

7 月二手房成交面积同比降幅扩大, 成交动能转弱。7 月 18 城二手房成交面积 790.2 万平, 环比下降 2.5%, 同比下降 14.9%, 同比降幅扩大 11.5 个百分点, 成交动能持续转弱。从累计来看, 1-7 月 18 城二手房成交面积合计 5756.4 万平, 同比增长 9.6%。

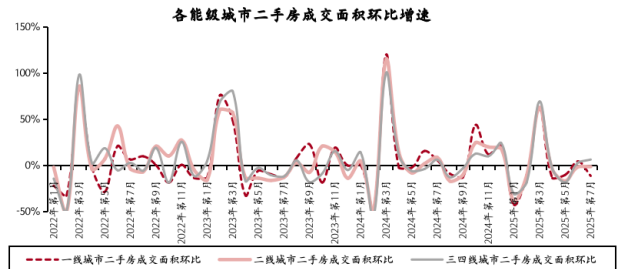
7 月各能级城市二手房成交面积同比增速均下行; 1-7 月一线城市二手房成交面积同比涨幅超两成, 二线城市同比保持正增长, 三四线城市出现负增长。7 月一、二、三四线城市二手房成交面积分别为 166.2、466.7、157.3 万平, 环比增速分别为-11.6%、-1.6%、6.0%, 同比增速分别为-11.3%、-18.9%、-10.0%, 一线城市同比由正转负, 同比增速下降 17.1 个百分点, 二线城市同比降幅扩大 9.4 个百分点, 三四线城市同比降幅扩大 6.1 个百分点。具体而言, 一线城市中, 7 月北京二手房成交面积环比下降 16%, 同比下降 17%; 深圳环比增长 3%, 同比增长 5%。二线城市中, 青岛环比增长 8%, 但同比下降 7%; 成都市环比增长 4%, 但同比下降 5%; 厦门环比下降 11%, 同比增长 1%; 其余城市同环比均负增长。三四线城市中东莞、吉安、扬州、清远同环比均上升; 金华、佛山、池州环比上升、同比下降; 衢州环比下降、同比上升; 韶关同环比均下降。从累计来看, 1-7 月一、二、三四线城市二手房成交面积分别为 1281.5、3420.3、1054.6 万平, 同比增速分别为 20.8%、6.0%、-2.5%。具体而言, 一、二线城市中 1-7 月二手房成交面积同比正增长的有: 深圳 (同比+35%)、杭州 (同比+18%)、北京 (同比+16%)、成都 (同比+15%)、南宁 (同比+12%)、厦门 (同比+10%)、苏州 (同比+5%)、青岛 (同比+1%)。

图表 5. 7 月 18 城二手房成交面积 790.2 万平, 环比下降 2.5%, 同比下降 14.9%



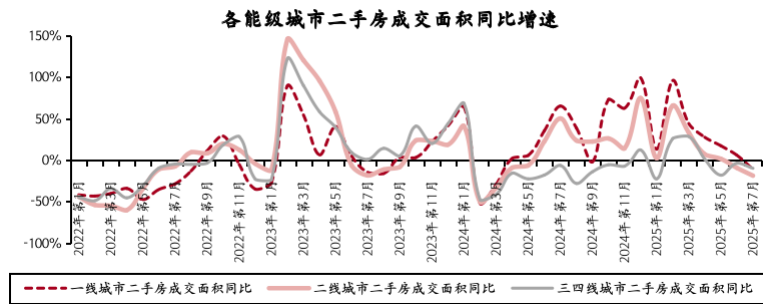
资料来源: 同花顺, 中银证券

图表 6. 7 月一、二、三四线城市二手房成交面积环比增速分别为-11.6%、-1.6%、6.0%



资料来源: 同花顺, 中银证券

图表 7.7 月一、二、三四线城市二手房成交面积同比增速分别为-11.3%、-18.9%、-10.0%



资料来源：同花顺，中银证券

图表 8.7 月我们跟踪的重点城市中，多数二线城市二手房成交面积同环比均下降

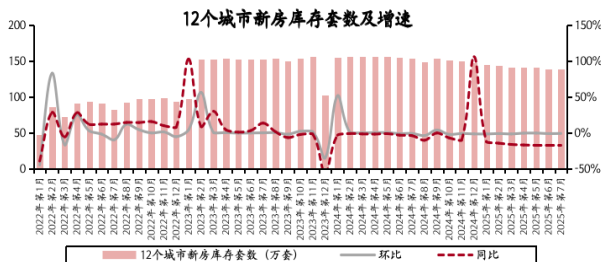
2025年7月全国重点城市二手房成交面积 (单位: 万平)									
能级	城市	成交面积	环比	同比	能级	城市	成交面积	环比	同比
一线	北京	118	-16%	-17%	三四线	东莞	31	9%	22%
	深圳	48	3%	5%		金华	6	12%	-34%
	合计	166	-12%	-11%		韶关	6	-9%	-37%
二线	杭州	55	-5%	-11%		吉安	6	1%	878%
	南京	68	-1%	-27%		扬州	14	1%	1%
	青岛	55	8%	-7%		佛山	62	5%	-3%
	苏州	54	-3%	-13%		池州	3	44%	-7%
	厦门	17	-11%	1%		清远	26	13%	6%
	南宁	25	-32%	-32%		衢州	5	-4%	28%
	成都	194	4%	-5%		合计	157	6%	-10%
	合计	467	-2%	-19%		总计	790	-3%	-15%

资料来源：同花顺，中银证券

1.3 库存：库存规模与去化周期环比均有所上升，开盘去化率环比下滑

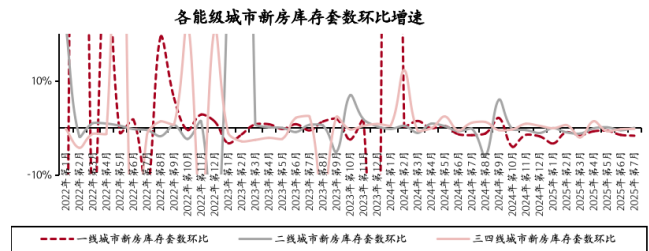
库存规模与去化周期环比均有所上升。截至 7 月末，我们跟踪的 12 城新房库存面积为 1.1 亿平，环比上升 0.1%，同比下降 15.9%；整体去化周期为 17.4 个月，环比上升 0.2 个月，同比下降 2.8 个月。一、二、三四线城市库存面积环比增速分别为 0.2%、-0.01%、0.2%，同比增速分别为-15.3%、-20.2%、1.2%；去化周期分别为 18.2、14.4、38.8 个月，一、二线城市环比分别上升 0.1、0.4 个月，三四线城市环比下降 4.3 个月，一、二、三四线城市同比分别下降 2.6、2.9、17.8 个月。具体来看，7 月我们跟踪的所有城市中仅上海、杭州去化周期在 12 个月内。

图表 9. 截至 2025 年 7 月末，12 个城市新房库存面积为 11118.4 万平，环比上升 0.1%，同比下降 15.9%



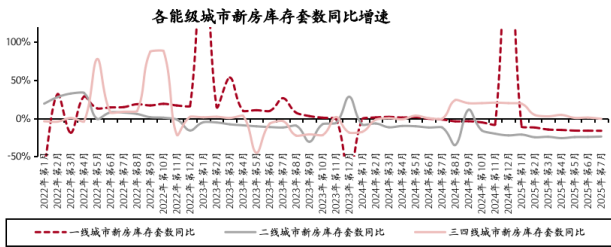
资料来源：同花顺，中银证券

图表 10. 截至 2025 年 7 月末，一、二、三四线城市库存面积环比增速分别为 0.2%、-0.01%、0.2%



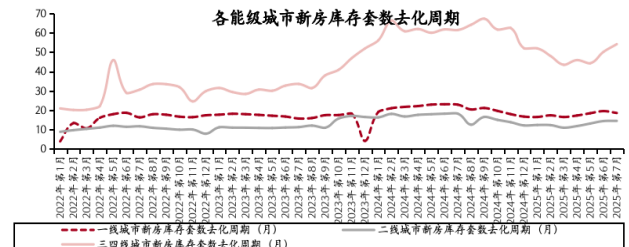
资料来源：同花顺，中银证券

图表 11. 截至 2025 年 7 月末，一、二、三四线城市库存面积同比增速分别为-15.3%、-20.2%、1.2%



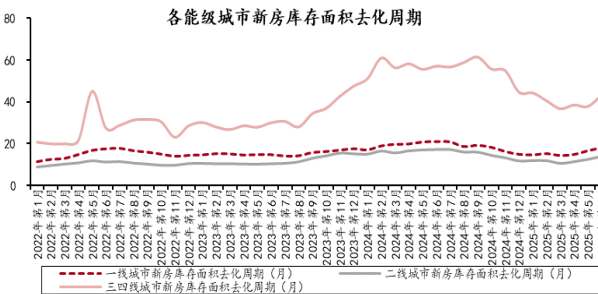
资料来源：同花顺，中银证券

图表 12. 截至 2025 年 7 月末，12 个城市整体新房源存面积去化周期为 17.4 个月，环比上升 0.2 个月，同比下降 2.8 个月



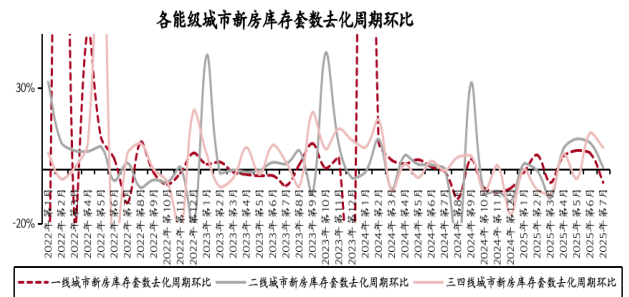
资料来源：同花顺，中银证券

图表 13. 截至 2025 年 7 月末，一、二、三四线城市新房库存面积去化周期分别为 18.2、14.4、38.8 个月



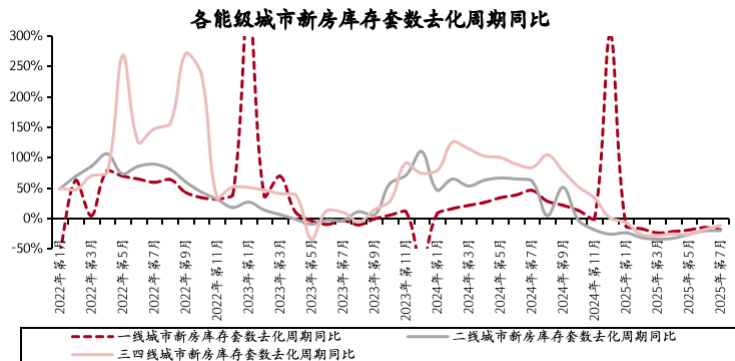
资料来源：同花顺，中银证券

图表 14. 截至 2025 年 7 月末，一、二线城市环比分别上升 0.1、0.4 个月，三四线城市环比下降 4.3 个月



资料来源：同花顺，中银证券

图表 15. 截至 2025 年 7 月末，一、二、三四线城市新房库存面积去化周期同比分别下降 2.6、2.9、17.8 个月



资料来源：同花顺，中银证券

图表 16. 截至 2025 年 7 月底，仅上海、杭州去化周期在 12 个月内

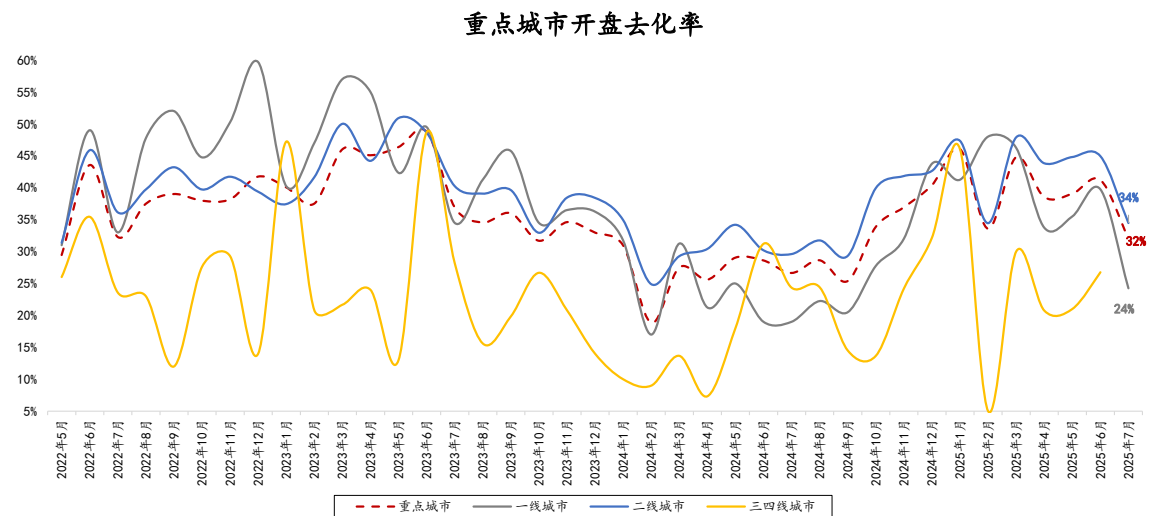
2025 年 7 月全国重点城市新房库存面积及去化周期（单位：万平、月）							
能级	城市	库存面积	环比	同比	去化周期	环比	同比
一线	上海	736	1%	-9%	8.6	1%	-2%
	北京	2047	-3%	-12%	27.4	-5%	-16%
	深圳	572	5%	-31%	23.7	24%	-23%
二线	杭州	468	-1%	-21%	8.6	5%	-13%
	苏州	577	1%	-16%	19.5	1%	-15%
	宁波	604	-0.002%	-20%	20.2	8%	-16%
三四线	福州	195	-1%	-28%	13.6	-11%	-41%
	韶关	248	1%	7%	34.7	-13%	-19%
	莆田	190	-1%	-6%	45.8	-4%	-48%

资料来源：同花顺，中银证券

数据说明：商品房：北京，深圳；商品住宅：上海，杭州，苏州，宁波，福州，韶关，莆田。

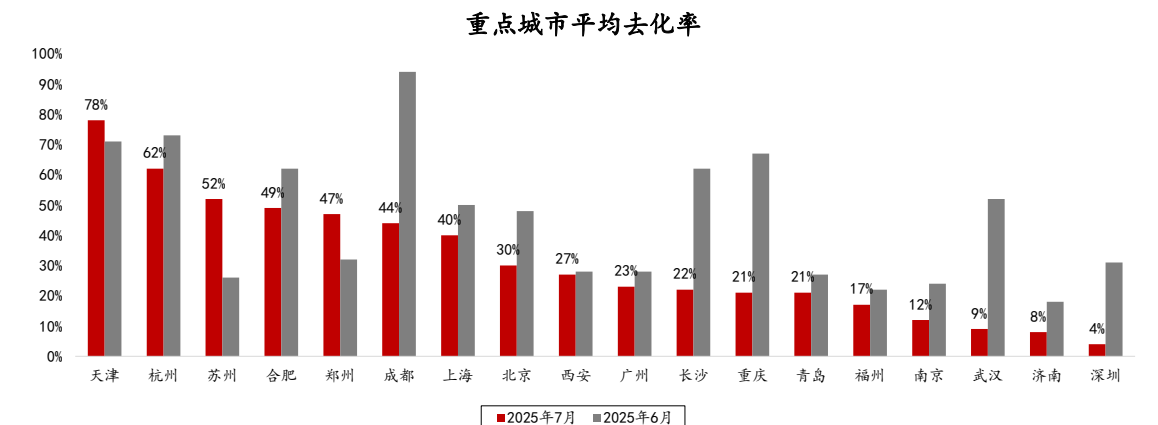
微观项目层面来看市场热度持续走低，7月重点城市平均去化率32%。根据克而瑞，重点城市7月平均开盘去化率为32%，环比下降9个百分点，降至为年内最低，同比上升5个百分点。7月一、二线城市平均开盘去化率分别为24%、34%，环比分别下降16、10个百分点，同比均提升5个百分点，三四线城市本月数据缺失。分城市来看，7月北京、上海、深圳、杭州、成都、重庆、武汉等热点城市集体降温。其中，深圳7月降至4%创近10年来新低；上海7月有24盘入市，其中5个项目开盘售罄，去化率80%以上的项目仅6个，平均开盘去化率40%，环比上月下降10个百分点，开盘去化表现整体一般，仅个别项目成交活跃；杭州整体去化率62%，环比下降11个百分点，核心区项目去化率降至92%，近郊板块去化率70%，远郊仅2%；成都有5个项目开盘，且均为计容新规项目，其中近郊2个刚需刚改项目凭借地段交通+性价比优势开盘即罄，主城3个项目首开，均以单价3万-4万元/平方米的改善产品为主，总价门槛高，开盘去化均约30%左右，拖累7月成都整体平均去化率锐减50个百分点至44%。

图表 17. 2025 年 7 月重点城市平均开盘去化率为 32%



资料来源：克而瑞，中银证券

图表 18. 7 月北京、上海、深圳、杭州、成都、重庆、武汉等热点城市集体降温

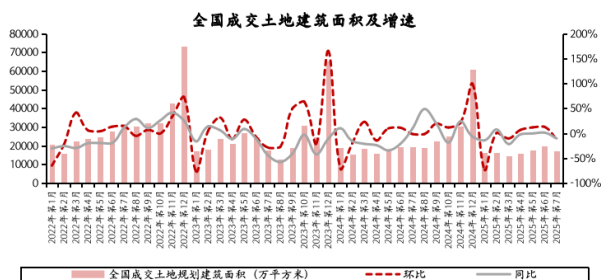


资料来源：克而瑞，中银证券

2 土地市场：“提质缩量”特征进一步显现，7 月溢价率环比回升，其中一线城市溢价率创六年来新高

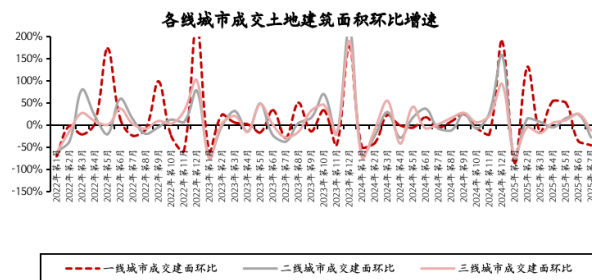
7 月土地市场成交规模同环比均下降。7 月全国（300 城）成交土地规划总建筑面积为 17247.4 万平方米，环比下降 12.7%，同比下降 10.4%。一、二、三线城市成交土地规划建筑面积环比增速分别为 -46.6%、-28.9%、-13.0%，同比增速分别为 -44.9%、-15.9%、-4.5%。单看住宅用地，全国住宅类成交土地建面 3283.2 万平方米，环比下降 18.4%，同比下降 16.9%，同比降幅较上月扩大了 16.3 个百分点。一、二、三线城市住宅类土地成交建面环比增速分别为 -68.9%、-48.4%、-16.3%，同比增速分别为 -49.9%、-3.8%、-17.6%。

图表 19. 7 月全国成交土地规划总建筑面积为 17247.4 万平方米，环比下降 12.7%，同比下降 10.4%



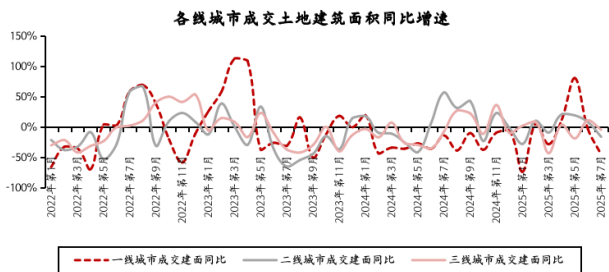
资料来源: Wind, 中银证券

图表 20. 7 月一、二、三线城市成交土地规划建筑面积环比增速分别为 -46.6%、-28.9%、-13.0%



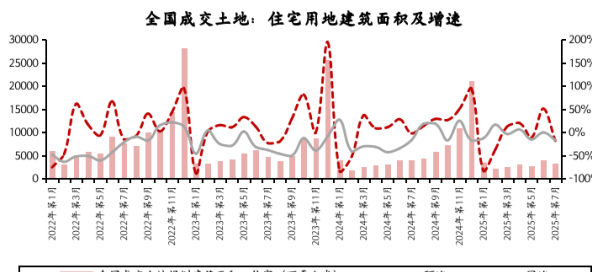
资料来源: Wind, 中银证券

图表 21. 7 月一、二、三线城市成交土地规划建筑面积同比增速分别为 -44.9%、-15.9%、-4.5%



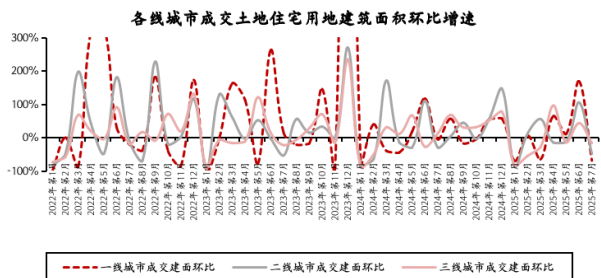
资料来源: Wind, 中银证券

图表 22. 7 月全国住宅类成交土地建面 3283.2 万平方米，环比下降 18.4%，同比下降 16.9%



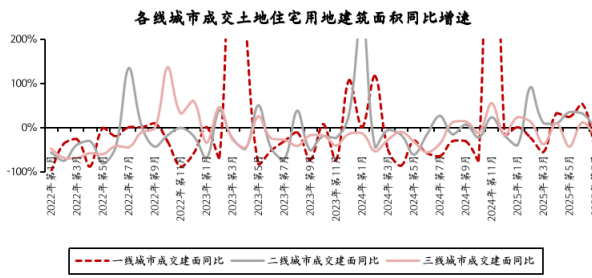
资料来源: Wind, 中银证券

图表 23. 7 月一、二、三线城市住宅类土地成交建面环比增速分别为 -68.9%、-48.4%、-16.3%



资料来源: Wind, 中银证券

图表 24. 7 月一、二、三线城市住宅类土地成交建面同比增速分别为 -49.9%、-3.8%、-17.6%



资料来源: Wind, 中银证券

7 月住宅用地土拍热度环比有所回升，其中一线城市溢价率大幅攀升至 21.7%，创 2019 年 7 月以来的新高。7 月上海、深圳多宗优质宅地拍出了 20% 以上的高溢价率，上海徐汇衡复地块、深圳南山前海地块更是刷新了两座城市各自的楼面价新高。

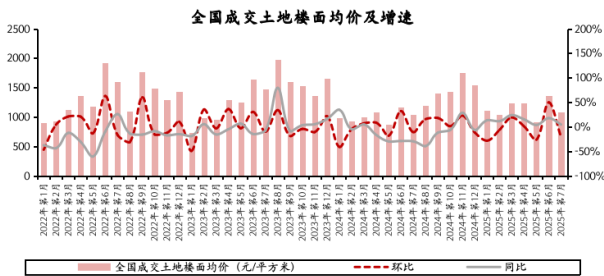
从全类型土地来看，7月全国（300城）成交土地平均楼面价1085元/平，环比下降20.8%，同比上升4.6%；平均土地溢价率为5.7%，环比上升0.5个百分点，同比提升1.3个百分点。一、二、三线城市成交土地楼面均价分别9562、2086、907元/平，环比增速分别为-17.1%、-28.2%、5.6%，同比增速分别为39.7%、19.5%、7.5%；平均溢价率分别为21.7%、4.8%、2.5%，其中一线城市环比上升17.0个百分点，同比上升18.0个百分点；二线城市环比下降2.5个百分点，同比下降2.2个百分点；三线城市环比下降0.1个百分点，同比下降0.8个百分点。

从住宅类用地来看，7月全国（300城）住宅类用地成交平均楼面价为3881元/平，环比下降22.1%，同比上升12.9%。7月全国住宅类用地平均溢价率为7.0%，环比上升0.9个百分点，在连续下滑3个月后首次出现上升，同比仍有1.8个百分点的提升。一、二、三线城市住宅类用地平均楼面价为47408、7550、3811元/平，环比增速分别为52.7%、-3.0%、13.3%，同比增速分别为69.4%、14.0%、32.3%；土地溢价率分别为23.1%、5.8%、2.4%，其中，一线城市环比上升17.7个百分点，同比上升18.7个百分点；二线城市同环比均下降2.5个百分点；三线城市环比下降0.3个百分点，同比下降0.8个百分点。

全类型土地累计成交情况来看，2025年1-7月全国土地成交规模减少，但楼面均价涨幅超10%，整体“提质缩量”特征明显。1-7月全国（300城）成交土地规划总建面11.8亿平，同比下降6.2%；成交总价13462亿元，同比增长5.9%；楼面均价1144元/平，同比增长12.9%；平均溢价率7.5%，同比上升3.9个百分点。一、二、三线城市累计土地成交建面分别为2745、21451、37621万平，同比增速分别为-12.6%、-1.1%、-8.4%；累计成交总价分别为2276、5133、3169亿元，同比增速分别为21.9%、18.5%、-3.2%；平均土地溢价率分别为12.3%、11.0%、2.8%，一、二线城市同比分别提升8.4、6.6个百分点，三线城市同比降低0.4个百分点。

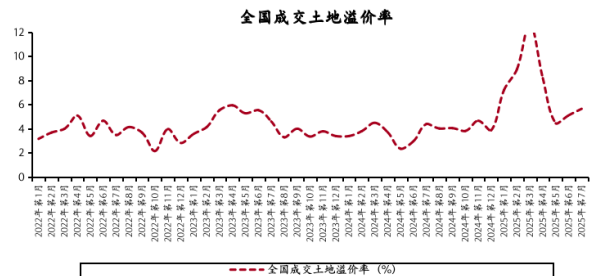
住宅土地累计成交情况来看，1-7月全国（300城）住宅类用地成交土地规划总建面2.1亿平，同比下降5.9%；成交总价9474亿元，同比上升15.8%；楼面均价4439元/平，同比上升23.1%；平均溢价率10.0%，同比上升5.8个百分点。一、二、三线城市1-7月累计住宅类用地土地成交建面分别为499.8、4123.3、5186.5万平，同比增速分别为-7.2%、10.5%、-8.5%；累计住宅类用地成交总价分别为1980、4277、1735亿元，同比增速分别为28.9%、31.7%、2.4%；平均土地溢价率分别为14.7%、13.5%、3.3%，同比分别上升9.7、8.1、0.6个百分点。

图表 25. 7月全国成交土地平均楼面价1085元/平，环比下降20.8%，同比上升4.6%



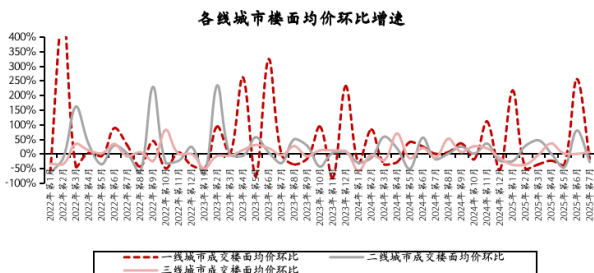
资料来源：Wind，中银证券

图表 26. 7月平均土地溢价率为5.7%，较上月上升了0.5个百分点，较2024年同期上升了1.3个百分点



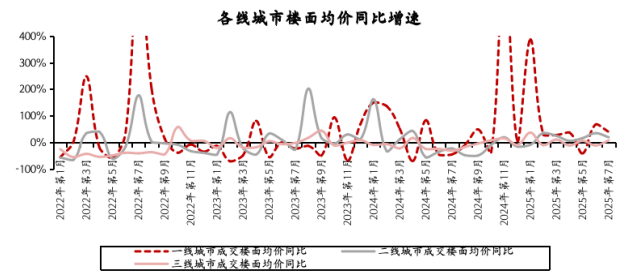
资料来源：Wind，中银证券

图表 27. 7月一、二、三线城市成交土地楼面均价环比增速分别为-17.1%、-28.2%、5.6%



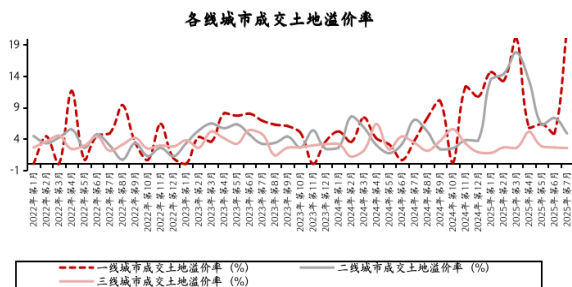
资料来源：Wind，中银证券

图表 28. 7月一、二、三线城市成交土地楼面价同比增速分别为39.7%、19.5%、7.5%



资料来源：Wind，中银证券

图表 29. 7 月一、二、三线城市成交土地平均溢价率分别为 21.7%、4.8%、2.5%



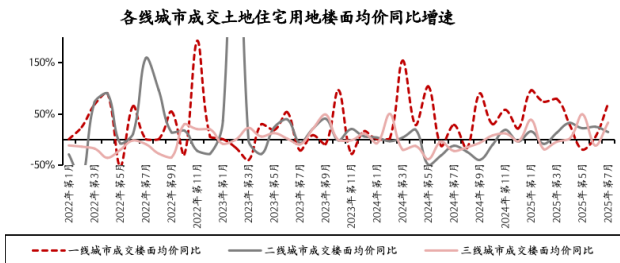
资料来源：Wind，中银证券

图表 31. 7 月全国住宅类用地平均溢价率为 7.0%，环比上升 0.9 个百分点，较去年同期提升了 1.8 个百分点



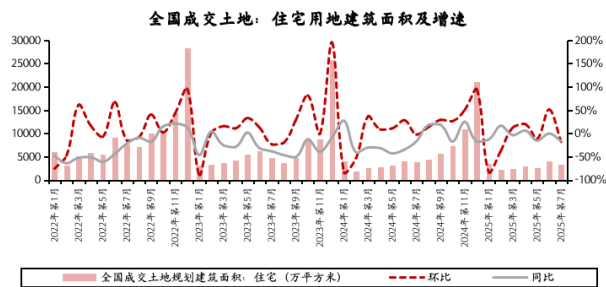
资料来源：Wind，中银证券

图表 33. 7 月一、二、三线城市住宅类用地成交土地平均楼面价同比增速分别 21.9%、18.5%、-3.2%



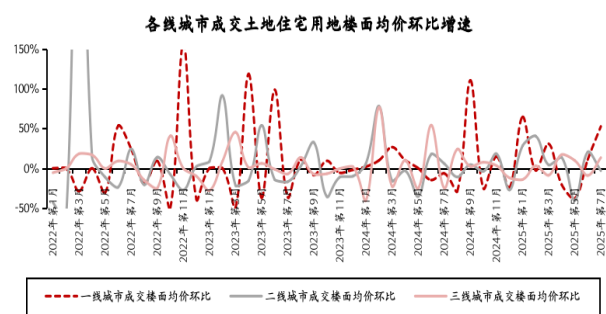
资料来源：Wind，中银证券

图表 30. 7 月全国住宅类用地成交土地平均楼面价为 3881 元/平，环比下降 22.1%，同比上升 12.9%



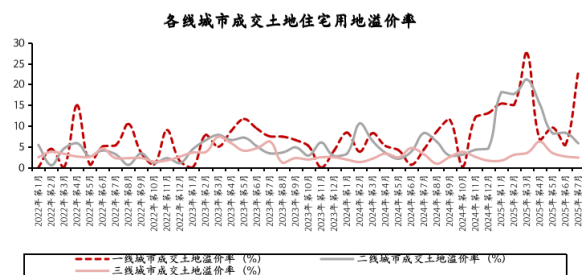
资料来源：Wind，中银证券

图表 32. 7 月一、二、三线城市住宅类用地成交土地平均楼面价环比增速为 52.7%、-3.0%、13.3%



资料来源：Wind，中银证券

图表 34. 7 月一、二、三线城市住宅类用地平均土地溢价率分别为 12.3%、11.0%、2.8%



资料来源：Wind，中银证券

3 房企：7 月百强全口径销售同比降幅扩大；拿地量回落，但拿地强度持续提升

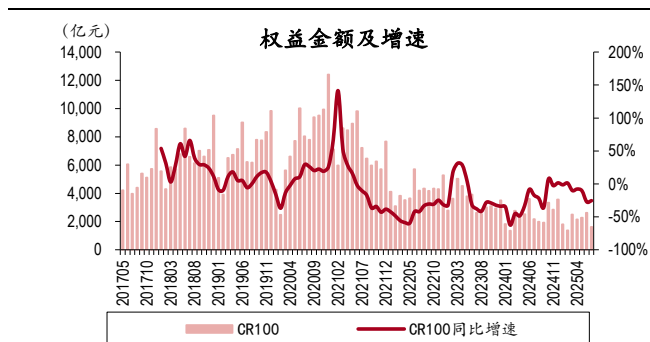
3.1 销售：百强房企 7 月全口径销售同比降幅持续扩大，权益口径销售同比降幅小幅收窄

百强房企 7 月全口径销售同比降幅扩大，权益口径销售同比降幅小幅收窄。百强房企 7 月实现全口径销售额 2219 亿元，同比下降 25.1%（前值：-21.5%）；权益口径 1622 亿元，同比下降 25.2%（前值：-27.0%）。2025 年 1-7 月百强房企全口径销售金额 2.01 万亿元，同比下降 13.2%（前值：-11.4%）；权益口径 1.47 万亿元，同比下降 13.5%（前值：-11.5%）。

7 月 CR5、CR10、CR20 房企全口径销售同比降幅收窄，CR50、CR100 房企同比降幅扩大。7 月 CR5、CR10、CR20 全口径销售额同比增速分别为-19.6%、-18.4%、-22.3%，同比降幅较 6 月分别收窄 9.7、6.5、1.0 个百分点；CR50、CR100 全口径销售额同比增速分别为-24.3%、-25.1%，同比降幅较 6 月分别扩大了 3.3、3.6 个百分点。各梯队权益口径销售同比降幅均收窄。7 月 CR5、CR10、CR20、CR50、CR100 权益口径销售额同比增速分别为-20.5%、-19.7%、-21.8%、-23.6%、-25.2%，同比降幅较 6 月分别收窄 12.1、7.8、6.6、2.8、1.8 个百分点

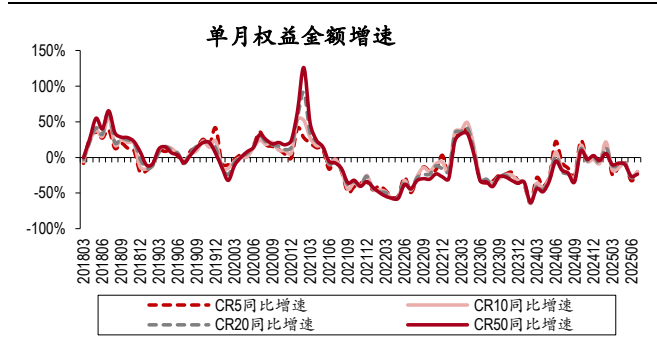
TOP20 房企中，7 月销售额同比增速为正的房企有：能建城发（+62%）、中国金茂（+51%）、滨江集团（+25%）、越秀地产（+22%）、绿地控股（+10%）、融创中国（+5%）。

图表 35.百强房企 7 月权益口径销售金额 1622 亿元，同比下降 25.2%



资料来源：克而瑞，中银证券

图表 36.7 月 CR5、CR10、CR20、CR50 单月权益口径销售额同比增速分别为-20.5%、-19.7%、-21.8%、-23.6%



资料来源：克而瑞，中银证券

图表 37.7 月各梯队权益口径销售额同比降幅均收窄

房企梯队	单月全口径销售（亿元）			单月全口径销售增速		
	2024 年 7 月	2025 年 6 月	2025 年 7 月	2024 年 7 月	2025 年 6 月	2025 年 7 月
CR5	898	1197	722	-14.8%	-29.2%	-19.6%
CR10	1322	1821	1079	-18.6%	-24.9%	-18.4%
CR20	1873	2506	1455	-19.9%	-23.3%	-22.3%
CR50	2586	3295	1957	-19.0%	-21.0%	-24.3%
CR100	2963	3660	2219	-20.2%	-21.5%	-25.1%
房企梯队	单月权益口径销售（亿元）			单月权益口径销售增速		
	2024 年 7 月	2025 年 6 月	2025 年 7 月	2024 年 7 月	2025 年 6 月	2025 年 7 月
CR5	692	928	550	-6.8%	-32.6%	-20.5%
CR10	974	1383	782	-15.7%	-27.5%	-19.7%
CR20	1350	1803	1055	-20.0%	-28.4%	-21.8%
CR50	1884	2363	1440	-18.0%	-26.4%	-23.6%
CR100	2169	2624	1622	-17.1%	-27.0%	-25.2%

资料来源：克而瑞，中银证券

图表 38. TOP20 房企中，7 月销售额同比增速为正的房企有：能建城发（+62%）、中国金茂（+51%）、滨江集团（+25%）、越秀地产（+22%）、绿地控股（+10%）、融创中国（+5%）

销售排名	公司	2025年1-7月全口径金额	同比	2025年7月全口径金额	同比	2025年6月全口径金额	同比	2025年7月权益金额	同比	2025年6月权益金额	同比	2025年7月全口径面积	同比	2025年6月全口径面积	同比
1	保利发展	1632	↓	180	↑	291	-30.8%	142	↑	229	-40.8%	101	↓	131	-43.1%
2	中海地产	1320	↓	118	↓	298	-36.2%	109	↓	274	-34.7%	64	↓	121	30.4%
3	华润置地	1236	↓	133	↓	235	-26.7%	111	↑	157	-25.5%	111	↑	85	-26.9%
4	招商蛇口	1045	↓	156	↑	218	-5.8%	101	↓	156	-19.7%	40	↓	80	-18.4%
5	绿城中国	857	↓	54	↓	150	-14.1%	34	↓	103	-20.6%	20	↓	51	-23.2%
6	万科	821	↑	135	↑	116	-54.2%	87	↑	76	-54.2%	102	↑	101	-51.2%
7	建发国际	770	↓	64	↓	146	27.9%	46	↓	112	29.4%	26	↓	48	0.4%
8	越秀地产	675	↓	60	↓	108	-30.2%	36	↓	65	-30.2%	23	↑	23	-59.1%
9	中国金茂	618	↓	85	↓	156	17.3%	58	↓	108	17.2%	30	↓	72	-10.9%
10	滨江集团	616	↓	88	↑	94	-37.1%	35	↑	38	-46.9%	23	↑	23	16.6%
11	华发股份	543	↓	41	↑	70	-25.5%	26	↓	44	-31.3%	16	↓	26	-35.6%
12	龙湖集团	410	↑	61	↑	65	-36.2%	42	↑	48	-32.0%	50	↑	50	-38.6%
13	中国铁建	393	↓	31	↓	84	-29.0%	26	↓	39	-60.5%	24	↓	58	13.9%
14	绿地控股	380	↓	45	↓	85	-11.6%	41	↓	77	-11.7%	48	↑	40	-38.5%
15	保利置业	296	↓	28	↓	48	-34.2%	18	↑	26	-45.2%	11	↓	16	-42.7%
16	融创中国	251	↑	16	↓	74	404.1%	8	↓	32	300.0%	9	↑	12	7.8%
17	电建地产	246	↓	7	↓	17	-76.6%	5	↓	13	-73.1%	3	↓	8	-76.5%
18	碧桂园	239	↓	34	↑	36	-35.3%	27	↑	29	-39.1%	42	↑	44	-35.3%
19	国贸地产	233	↓	34	↑	50	58.0%	20	↑	29	42.0%	7	↓	13	7.5%
20	能建城发	217	↓	18	↓	48	150.0%	10	↓	15	4.9%	5	↓	7	-16.1%
CR5		6090	-20.3%	722	-19.6%	1197	-29.2%	550	-20.5%	928	-32.6%	429	-9.0%	518	-30.4%
CR10		9590	-14.2%	1079	-18.4%	1821	-24.9%	782	-19.7%	1383	-27.5%	618	-14.5%	798	-27.8%
CR20		12798	-14.6%	1455	-22.3%	2506	-23.3%	1055	-21.8%	1803	-28.4%	837	-20.7%	1119	-27.8%
CR50		17110	-13.5%	1957	-24.3%	3295	-21.0%	1440	-23.6%	2363	-26.4%	1123	-23.8%	1506	-28.1%
CR100		20085	-13.2%	2219	-25.1%	3660	-21.5%	1622	-25.2%	2624	-27.0%	1272	-26.2%	1667	-30.0%

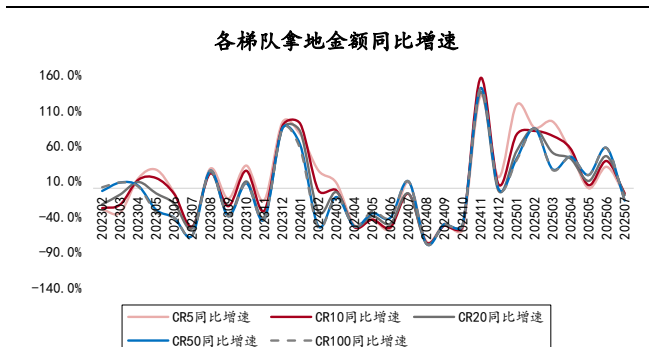
资料来源：克而瑞，公司公告，中银证券

备注：金额单位：亿元；面积单位：万平。同比基数均来源于克而瑞。红色箭头表示对应指标的排名上升，绿色箭头表示排名下降，黄色横线表示排名不变。

3.2 拿地：7 月百强房企拿地金额回落，但拿地强度持续提升

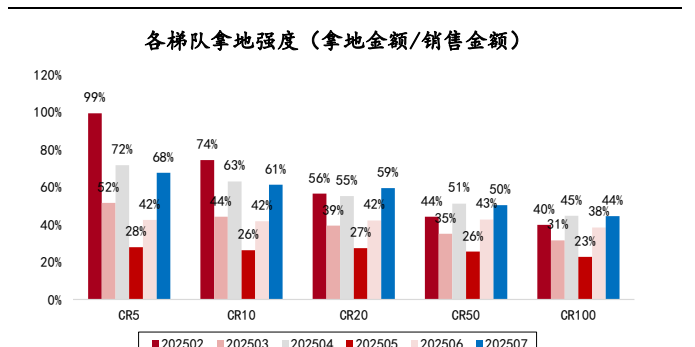
7 月百强房企拿地金额回落，但拿地强度持续提升。百强房企 7 月全口径拿地金额 985 亿元，同比下降 17.3%，环比下降 29.8%，百强房企拿地强度（拿地金额/销售金额）为 44%，环比提升 6 个百分点，同比提升 4 个百分点；拿地建面 1012 万平，同比下降 31.3%；楼面均价达 9739 元/平，同比提升 20.4%。百强房企拿地强度提升主要是因为核心城市核心地块供应量明显提升，房企投资积极性筑底回升。头部房企拿地强度相对较大，CR5、CR10、CR20、CR50 拿地强度分别为 68%、61%、59%、50%，同比分别提升 25、19、17、8 个百分点。具体来看，7 月拿地金额排名前三的房企为：绿城中国（拿地金额 159 亿元，拿地强度 294%）、中海地产（152 亿元，129%）、招商蛇口（66 亿元，45%）。其中，中海地产、绿城中国在上海、杭州等城市积极拿地，单月拿地超过 150 亿元，而招商蛇口也在上海、深圳等一线城市落子，单月拿地接近 70 亿元。可见，当前房企拿地始终聚焦在核心城市核心地段。

图表 39. 百强房企 7 月全口径拿地金额 985 亿元，同比下降 17.3%，环比下降 29.8%



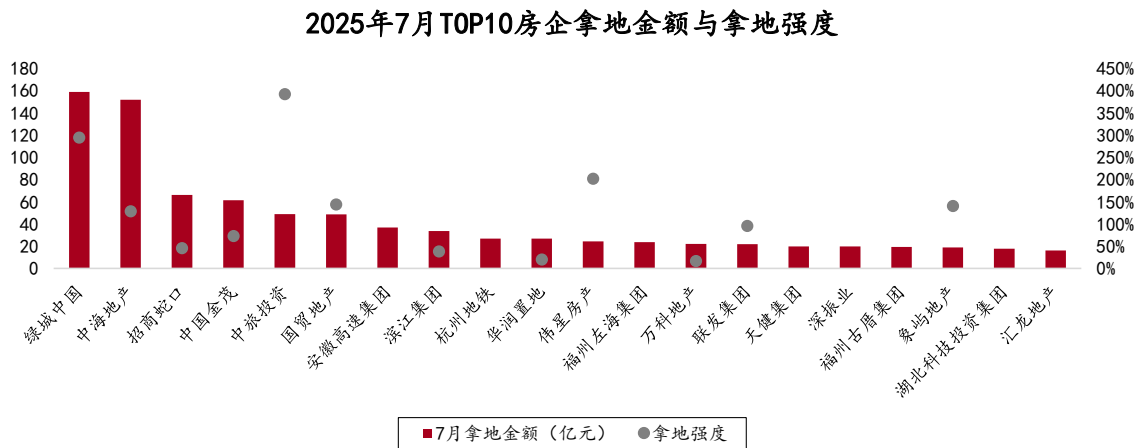
资料来源：克而瑞，中银证券

图表 40. 7 月百强房企拿地强度为 44%



资料来源：克而瑞，中银证券

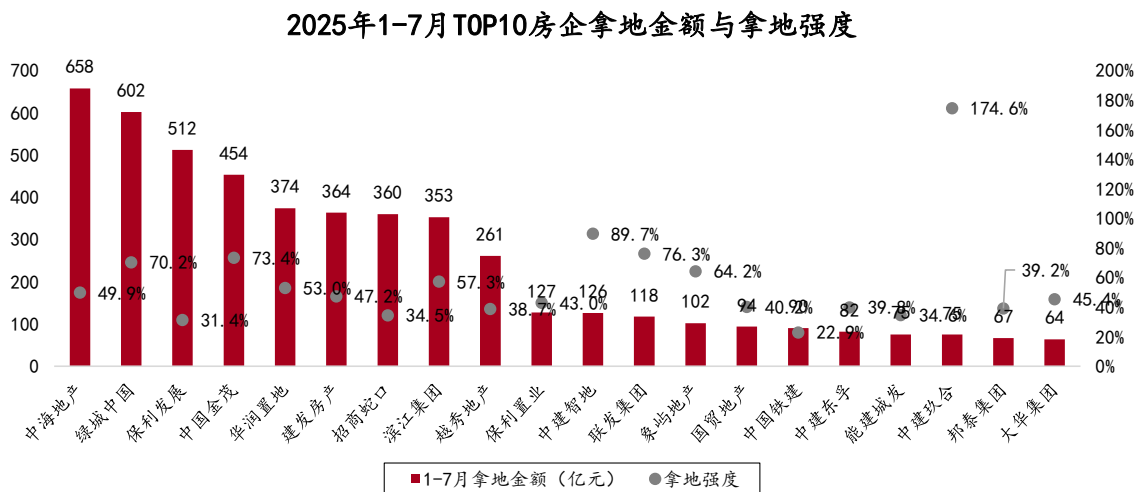
图表 41. 7 月拿地金额排名前三的房企为绿城中国、中海地产、招商蛇口



资料来源：克而瑞，中银证券

2025 年以来，土地市场迎来点状回暖，核心城市成交热度攀升，优质地块成交带动百强房企 1-7 月投资金额同比增长超三成。从累计来看，1-7 月百强房企全口径拿地金额 6828 亿元，同比增长 32.5%，拿地建面 5802 万平，同比下降 1.2%，楼面均价 11768 元/平，同比增长 34.1%，拿地强度 34%，同比提升 12 个百分点。具体来看，**中海地产、绿城中国**拿地金额超过 600 亿元，中海地产拿地金额 658 亿元，同比增长 386%，拿地强度 50%，绿城中国拿地金额 602 亿元，同比增长 133%，拿地强度 70%，**保利发展**拿地金额超过 500 亿元（512 亿元，拿地强度 31%），其他拿地金额超过 300 亿元的企业还有：中国金茂（454 亿元，73%）、华润置地（374 亿元，53%）、建发国际（364 亿元，47%）、招商蛇口（360 亿元，57%）、滨江集团（353 亿元，57%），拿地金额排名靠前的房企仍以央国企和优质区域深耕型房企为主。

图表 42. 1-7 月拿地金额超过 300 亿元的房企有：中海地产、绿城中国、保利发展、中国金茂、华润置地、建发国际、招商蛇口、滨江集团



资料来源：克而瑞，中银证券

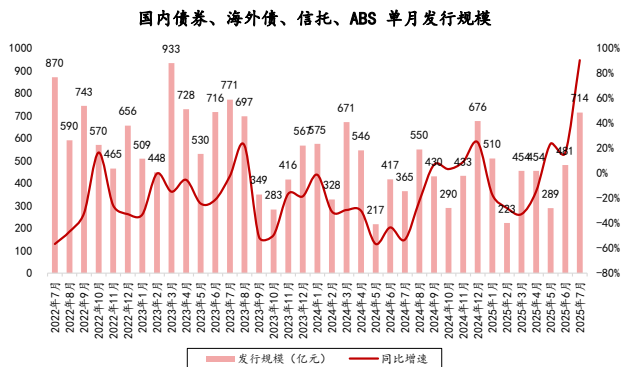
3.3 房企融资与债券到期：7 月房地产行业融资规模同环比增长

7 月房地产行业融资规模同环比增长。7 月房地产行业国内外债券、ABS 发行规模合计 714 亿元，同比增长 90%，环比增长 48%，平均发行利率 2.54%，同比下降 0.24 个百分点，环比下降 0.51 个百分点。其中，7 月国内债券发行规模 457 亿元，同比增长 105%，环比增长 89%，平均发行利率 2.32%，同比下降 0.21 个百分点，环比提升 0.05 个百分点；ABS 发行规模 257 亿元，同比增长 90%，环比增长 18%，平均发行利率 2.92%，同比下降 0.11 个百分点，环比下降 0.11 个百分点；本月无海外债券发行。具体来看，7 月金茂、保利发展、华润发行国内债券规模较大，分别为 40、38、30 亿元，平均发行利率分别 2.34%、2.29%、1.82%。

从累计来看，1-7 月房地产行业国内外债券、ABS 发行规模合计 3159 亿元，同比增长 3%，平均发行利率 2.91%，同比下降 0.15 个百分点。其中，1-7 月国内债券发行规模 1908 亿元，同比下降 6%，平均发行利率 2.68%，同比下降 0.23 个百分点；海外债券发行规模 57 亿元，同比下降 9%，平均发行利率 10.17%，同比提升 5.25 个百分点；ABS 发行规模 1194 亿元，同比增长 22%，平均发行利率 2.81%，同比下降 0.23 个百分点。

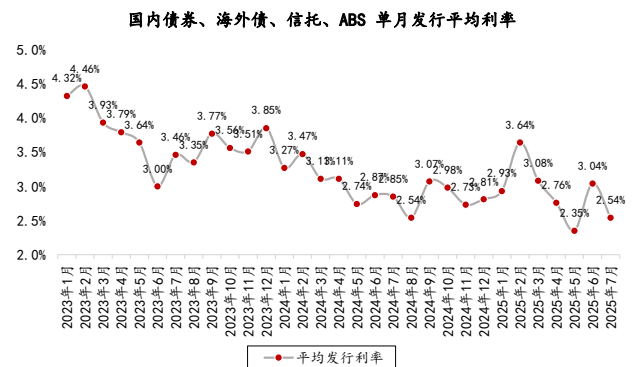
从到期规模来看，未来一年（2025 年 8 月-2026 年 7 月）行业国内外债券到期规模为 7574 亿元，其中 2026 年 3 月、4 月、7 月是到期小高峰，到期规模分别为 824、788、1033 亿元。

图表 43. 7 月房地产行业国内外债券、ABS 发行规模合计 714 亿元，同比增长 90%，环比增长 48%



资料来源：中指院，中银证券

图表 44. 7 月房地产行业国内外债券、ABS 平均发行利率 2.54%，同比下降 0.24 个百分点



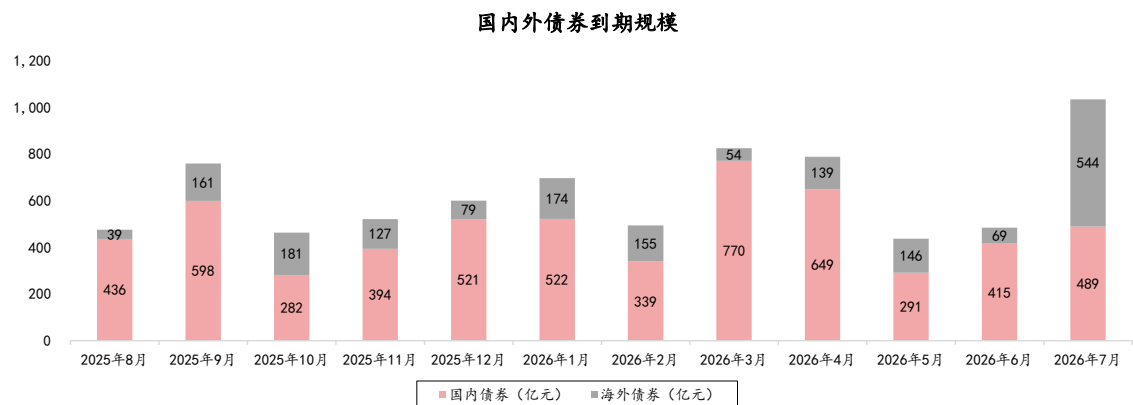
资料来源：中指院，中银证券

图表 45. 7 月金茂、保利发展、华润发行国内债券规模较大，分别为 40、38、30 亿元，平均发行利率分别 2.34%、2.29%、1.82%

典型企业融资		
企业名称	国内债券(亿元)	平均利率(%)
金茂	40.00	2.34
保利发展	38.00	2.29
华润	30.00	1.82
首开	29.05	2.88
建发	27.50	2.70
苏高新	24.00	1.72
大悦城	20.00	2.33
信达地产	16.20	2.64
铁建	15.00	2.39
天地源	14.13	3.38
象屿	11.50	2.30
中交房地产	10.60	2.72
新城	10.00	2.68
绿城	10.00	3.69
陆家嘴	10.00	1.82
招商蛇口	8.00	1.70
南京高科	8.00	2.16
电建	7.00	1.75
滨江	6.00	2.50
保利置业	5.00	2.57
北京城建	5.00	2.05
华发股份	4.50	2.06
京投发展	4.41	2.00
金辉	4.10	2.93

资料来源：中指院，中银证券

图表 46. 未来一年（2025 年 8 月-2026 年 7 月）行业国内外债券到期规模为 7574 亿元，其中 2026 年 3 月、4 月、7 月是到期小高峰，到期规模分别为 824、788、1033 亿元



资料来源：中指院，中银证券

4 政策：“高质量开展城市更新” 已经成为行业主线任务，北京优化限购与公积金贷款政策

从近期的中央城市工作会议、政治局会议相关表态来看，“高质量开展城市更新” 已经成为行业主线任务，配套政策有望加速落地。

- 1) 7 月 14-15 日召开的中央城市工作会议当中，将“城市更新”写进总体要求。这是继 2015 年 12 月之后时隔 10 年再度召开，明确我国城镇化进入稳定发展期，城市工作重点转向“存量提质增效”。这是有关城市发展最高规格的会议，由中共中央举办，意义重大。会议提出“高质量开展城市更新”、“加快构建房地产发展新模式，稳步推进城中村和危旧房改造”。中央将“城市更新”写入总体要求，意味着我国城市发展逐渐进入城市更新的重要时期。
- 2) 7 月末的政治局会议提出“落实好中央城市工作会议精神，高质量开展城市更新”。首先，我们认为，虽然本次会议未直接提及房地产，但推动房地产市场止跌回稳仍是重要的政策目标，短期或更多聚焦在已出台政策的有效落实。其次，会议提出“落实好中央城市工作会议精神，高质量开展城市更新”。城市更新相关内容从 4 月政治局会议的“加力实施”，到 7 月中央城市工作会议与政治局会议的“高质量开展”，提法上更加向质量和品质提升侧重。城市更新已经成为当前房地产行业的主线任务，配套政策有望加速落地。不过从目前来看，今年推进速度并不快，因此我们预计下半年相关配套政策可能会陆续出台，特别是金融支持政策等方面。此外，会议还提出“落实落细更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充分释放政策效应”。货币政策方面，今年目前仅在 5 月将 5 年期以上 LPR 下调了 10BP，我们预计今年年内房贷利率仍有进一步下调的可能。

图表 47. 2025 年 7 月中旬召开的中央城市工作会议当中，将“城市更新”写进总体规划

中央城市工作会议	2025 年 7 月 14-15 日	2015 年 12 月 20-21 日
总体要求	坚持因地制宜、分类指导,以建设创新、宜居、美丽、韧性、文明、智慧的现代化人民城市为目标,以推动城市高质量发展为主题,以坚持城市内涵式发展为主线,以推进城市更新为重要抓手,大力推动城市结构优化、动能转换、品质提升、绿色转型、文脉赓续、治理增效,牢牢守住城市安全底线,走出一条中国特色城市现代化新路子。	着力解决城市病等突出问题,不断提升城市环境质量、人民生活质量、城市竞争力,建设和谐宜居、富有活力、各具特色的现代化城市,提高新型城镇化水平,走出一条中国特色城市发展道路。
重点任务	一、着力优化现代化城市体系。着眼于提高城市对人口和经济社会发展的综合承载能力,发展组团式、网络化的现代化城市群和都市圈,分类推进以县城为重要载体的城镇化建设,继续推进农业转移人口市民化,促进大中小城市和小城镇协调发展,促进城乡融合发展。 二、着力建设富有活力的创新城市。依靠改革开放增强城市动能,高质量开展城市更新,充分发挥城市在国内国际双循环中的枢纽作用。 三、着力建设舒适便利的宜居城市。坚持人口、产业、城镇、交通一体规划,优化城市空间结构;加快构建房地产发展新模式,稳步推进城中村和危旧房改造。 四、着力建设绿色低碳的美丽城市。 五、着力建设安全可靠的韧性城市。推进城市基础设施生命线安全工程建设,加快老旧管线改造升级;严格限制超高层建筑,全面提升房屋安全保障水平。 六、着力建设崇德向善的文明城市。 七、着力建设便捷高效的智慧城市。	一、尊重城市发展规律。城市发展是农村人口向城市集聚、农业用地按相应规模转化为城市建设用地的过程,人口和用地要匹配,城市规模要同资源环境承载力相适应。 二、统筹空间、规模、产业三大结构,提高城市工作全局性。要以城市群为主体形态,科学规划城市空间布局,实现紧凑集约、高效绿色发展。要优化提升东部城市群,在中西部地区培育发展一批城市群、区域性中心城市,促进边疆中心城市、口岸城市联动发展,让中西部地区广大群众在家门口也能分享城镇化成果。 三、统筹规划、建设、管理三大环节,提高城市工作的系统性。 四、统筹改革、科技、文化三大动力,提高城市发展持续性。推进城镇化要把促进有能力在城镇稳定就业和生活的常住人口有序实现市民化作为首要任务。要加强对农业转移人口市民化的战略研究,统筹推进土地、财政、教育、就业、医疗、养老、住房保障等领域配套改革。 五、统筹生产、生活、生态三大布局,提高城市发展的宜居性。要深化城镇住房制度改革,继续完善住房保障体系,加快城镇棚户区、城中村和危房改造,加快老旧小区改造。 六、统筹政府、社会、市民三大主体,提高各方推动城市发展的积极性。力争到 2020 年基本完成现有城镇棚户区、城中村和危房改造。推进城市绿色发展,提高建筑标准和工程质量,高度重视做好建筑节能。

资料来源：中央城市工作会议，中银证券

地方政策方面，成都分批取消住房限售；广州、济南、成都、武汉等地优化公积金政策；长沙、武汉、重庆、衢州、无锡等多地灵活发放购房补贴；一线城市北京于 8 月优化了限购与公积金政策。

1) 成都分批取消住房限售。

7月21日，成都发布《关于促进房地产市场平稳健康发展若干措施的通知》，其中规定，分批取消住房限售政策。自2025年7月21日起，2024年10月14日（含）前购买我市范围内的商品住房，取得《不动产权证书》后即可上市交易；自2026年1月1日起，2024年10月14日（含）前取得《不动产权证书》的、仍处于限售期的二手住房取消转让限制，更好支持居民换房需求。登记报名人数在当期房源数3倍以上的热点楼盘、定向销售项目（含重大产业项目配套住房）、以人才名义获取购房资格购得住房等有特殊限售要求的继续按原政策执行。

2) 各地持续优化公积金贷款政策，济南支持提取公积金支付首付款，广州支持“商转公”，成都下调二套公积金贷款首付比例，武汉提升二套公积金贷款额度。

7月2日，广州就《广州商业性个人住房贷款转住房公积金个人住房贷款实施办法（暂行）》公开征求意见，其中规定，缴存人申请将其在广州市住房公积金贷款承办银行尚未结清的商业性个人住房贷款余额，当住房公积金个人住房贷款率低于75%时启动商转公贷款；当个贷率达到85%及以上时可采取防控措施，包括但不限于实行商转公贷款额度管控、预约申请等措施；当个贷率达到90%及以上时暂停。

7月10日，大连优化公积金政策，其中规定经过认定的我市高层次人才，使用个人住房公积金贷款在我市购买自住住房的，最高贷款额度可放宽到当期最高贷款额度的2至5倍，贷款额度不受借款人贷款申请时住房公积金账户存储余额倍数限制。

7月17日，济南优化公积金政策，其中规定，职工可一次性提取公积金账户余额用于支付首付款；提取后仍可正常申请公积金贷款，且提取金额计入贷款测算基数，实现“资金叠加、额度不减”。

7月21日，成都发布《关于促进房地产市场平稳健康发展若干措施的通知》，其中规定，居民家庭购买第二套住房的，个人住房公积金贷款最低首付款比例由30%调整为20%。

7月27日，武汉优化公积金政策，第二套个人住房公积金贷款最高额度由100万元提高至120万元，与武汉市首套个人住房公积金贷款最高额度保持一致。

3) 长沙、武汉、重庆、衢州、无锡等多地灵活发放购房补贴，促进需求入市

4) 上海优化土地资源配，构建全周期城市更新模式。

7月25日，上海印发《关于加快转变发展方式集中推进本市城市更新高质量发展的规划资源实施意见》，其中规定，支持分期支付土地价款。经区政府决策，土地出让价款可按有关规定在国家规定的缴清期限内采取分期方式缴纳。允许部分未竣工项目转换为保障性租赁住房。对已按照国有建设用地使用权合同或划拨决定书实施开发建设，但尚未竣工验收的商办类建设项目，在满足规定条件下，经市、区相关部门联合认定，可用于建设保障性租赁住房。

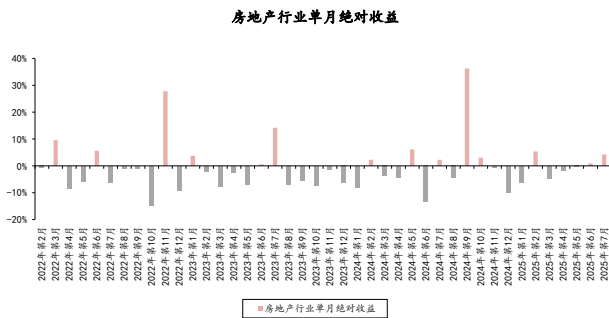
5) 北京优化限购与公积金政策。

8月8日，北京住建委、北京公积金管理中心发布《关于进一步优化调整本市房地产相关政策的通知》，从进一步优化住房限购政策、加大公积金贷款支持力度方面出台政策措施。a) 限购政策优化方面，首先，五环外购房不限套数。根据中指院，今年1-7月，北京新房销售套数中五环外占比超80%，是新房市场的成交主力地区，二手房成交套数五环外占比也超50%。五环外购房不限套数，一定程度上更好可以满足职住平衡的购房需求。本次限购优化，直接利好五环外市场，同时，一定程度上也有利于畅通置换链条，对于想卖出五环外二手房进行置换的群体来说，政策有利于促进这部分改善需求释放。而渐进性的放松也仍保留了未来限购政策进一步优化的空间。其次，新政明确“成年单身人士按照居民家庭执行商品住房限购政策”，北京市单身户籍人士在五环内的限购套数从1套增至2套。至此，目前北京最新的限购政策为：五环内本市户籍单身或家庭限购2套，非本市户籍单身或家庭限购1套（需满足社保/个税年限连续3年）；五环外购房不限套数，不过非本市户籍仍需满足社保/个税年限连续2年的要求。b) 公积金政策优化方面，首先，二套最低首付比例不再区分五环内外二套首付比例。此前二套公积金贷款首付比例为五环内不低于35%、五环外不低于30%，本次统一执行30%。其次，扩大首套房公积金贷款支持范围：对借款申请人在本市无住房，且全国范围内无公积金贷款或使用过1次公积金贷款并已结清的，由此前认定为二套房，调整成认定为首套房。另外，提高每缴存一年公积金的可贷款额度，由每缴存公积金一年可贷10万元提高至可贷15万元，缩短了可申请最高贷款的时间，有利于促进需求更早释放。最后，还提及支持提取公积金支付购房首付款的同时申请公积金贷款。公积金政策是本次政策涉及最多的内容，均有利于降低购房者购房成本和购房门槛，增强购房者购房能力。从市场角度来看，北京7月新房、二手房成交套数同比分别下降30%、18%，同比增速均由正转负，较6月分别下降33、19个百分点。

5 7 月地产板块跑赢沪深 300，主要因为政策博弈行情机会

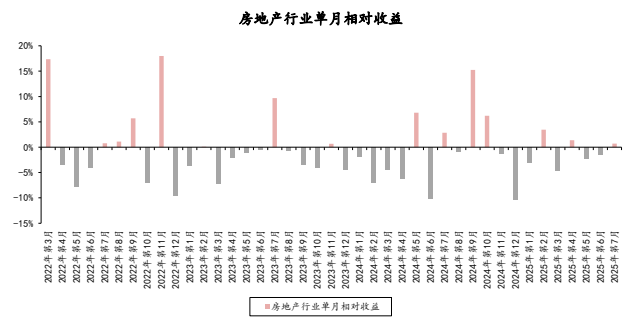
7 月地产板块跑赢沪深 300，主要是行业基本面较弱的情况下，市场对于政治局表态的预期有所增强，带动板块出现一波政策博弈的行情机会。7 月房地产板块绝对收益为 4.3%，相对收益（相对沪深 300）为 0.7%，主要是因为二季度以来房地产行业销售、投资、房价等基本数据均走弱，针对二季度数据情况，市场预期 7 月末的政治局会议表态或将较为积极，带动板块在 7 月出现一波政策博弈的行情机会。

图表 48. 房地产行业 7 月绝对收益为 4.3%



资料来源：同花顺，中银证券

图表 49. 房地产行业 7 月相对沪深 300 收益为 0.7%



资料来源：同花顺，中银证券

6 投资建议

二季度以来销售、投资、房价数据均明显走弱。推动房地产市场“止跌回稳”仍是当前行业的主要目标，一线城市北京也在市场压力之下，落地了优化限购与公积金政策。此外，从近期的中央城市工作会议、政治局会议相关表态来看，“高质量开展城市更新”已经成为行业主线任务，配套政策有望加速落地，各地也将加速出台城市更新相关行动方案。地产从标的来看，一方面，流动性安全、重仓高能级城市、产品力突出的房企或更具备 α 属性；另一方面，得益于化债、政策纾困、销售改善等多重逻辑下的困境反转的标的或具备更大的估值修复弹性。

现阶段我们建议关注四条主线：1) 基本面稳定、在一二线核心城市的销售和土储占比高、在重点城市的市占率较高的房企：滨江集团、华润置地、越秀地产、建发国际集团。2) 从2024年以来在销售和拿地上都有显著突破的“小而美”房企：保利置业集团、城投控股。3) 经营或策略上有增量或变化的房企：新城控股、金地集团、龙湖集团。4) 受益于二手房市场持续量价修复的房地产经纪公司：贝壳-W、我爱我家。

7 风险提示

房地产调控升级；销售超预期下行；融资收紧。

8 附录

数据来源：新房、二手房成交，新房库存均来源于同花顺；土地市场数据来自于万得。

图表 50. 城市数据选取清单

新房成交情况选取城市
【新房】 合计 40 个城市 一线城市（4 个）：深圳、上海、北京、广州 二线城市（10 个）：南宁、杭州、南京、武汉、青岛、苏州、福州、济南、成都、宁波 三四线城市（26 个）：金华、宝鸡、台州、常德、吉安、娄底、池州、舟山、江门、韶关、东莞、佛山、莆田、泰安、焦作、肇庆、荆门、龙岩、东营、清远、衢州、云浮、海门、温州、扬州、惠州 其中商品房： 深圳，南宁，广州，金华，宝鸡，台州，常德，吉安，娄底，池州，舟山；商品住宅： 上海，北京，杭州，南京，武汉，青岛，苏州，宁波，福州，东莞，惠州，济南，扬州，温州，江门，韶关，成都，佛山，莆田，泰安，焦作，肇庆，荆门，龙岩，东营，清远，衢州，云浮，海门。 由于宝鸡、吉安、池州、舟山、东莞、肇庆、龙岩、清远、衢州、云浮、海门、东营同期无数据可比，因此在计算整体同比数据时做了相应的剔除。
二手房成交情况选取城市
【二手房】 合计 18 个城市 一线城市（2 个）：北京，深圳 二线城市（7 个）：杭州、南京、青岛、苏州、厦门、南宁、成都 三四线城市（9 个）：东莞、金华、韶关、吉安、扬州、佛山、池州、清远、衢州 其中商品房： 金华，韶关，吉安；商品住宅： 北京、深圳、杭州、南京、青岛、苏州、厦门、南宁、成都、东莞、扬州、佛山、池州、清远、衢州。 由于青岛、成都、东莞、吉安、扬州、池州、清远、衢州同期无数据可比，因此在计算整体同比数据时做了相应的剔除。
新房库存及成交情况选取城市
【库存】 合计 12 个城市 一线城市（4 个）：深圳、上海、北京、广州 二线城市（5 个）：杭州、南京、苏州、宁波、福州 三四线城市（3 个）：韶关、莆田、东营 其中商品房： 北京，深圳，广州，南京；商品住宅： 上海，杭州，苏州，宁波，福州，韶关，莆田，东营。 由于南京（套数、面积）、东营（套数、面积）、广州（面积）同期无数据可比，因此在计算整体同比数据时做了相应的剔除。
土地市场选取城市
【土地市场】 百城数据，合计 122 个城市。 一线城市（4 个）：北京，上海，广州，深圳。 二线城市（26 个）：合肥，福州，厦门，济南，大连，哈尔滨，石家庄，长春，南昌，太原，珠海，兰州，成都，重庆，杭州，武汉，西安，天津，苏州，南京，郑州，长沙，沈阳，青岛，宁波，佛山。 三线城市（92 个）：潍坊，扬州，海口，汕头，洛阳，乌鲁木齐，临沂，唐山，镇江，盐城，湖州，赣州，泰州，济宁，呼和浩特，咸阳，漳州，揭阳，江门，桂林，邯郸，芜湖，三亚，阜阳，淮安，遵义，银川，衡阳，上饶，柳州，淄博，莆田，绵阳，湛江，商丘，宜昌，沧州，连云港，南阳，九江，新乡，信阳，襄阳，岳阳，蚌埠，驻马店，滁州，威海，宿迁，株洲，宁德，邢台，潮州，秦皇岛，肇庆，荆州，周口，马鞍山，清远，宿州，鞍山，安庆，菏泽，宜春，黄冈，泰安，南充，六安，大庆，舟山，衢州，吉林，昆明，无锡，温州，泉州，南宁，贵阳，金华，常州，惠州，嘉兴，南通，徐州，中山，保定，台州，绍兴，烟台，廊坊，东莞，嘉峪关。

资料来源：同花顺，万得，中银证券

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1)基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2)中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话:(8621)68604866
传真:(8621)58883554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852)39886333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 108008521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 108001521065
新加坡客户请拨打: 8008523392
传真:(852)21479513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852)39886333
传真:(852)21479513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话:(8610)83262000
传真:(8610)83262291

中银国际(英国)有限公司

2/F,1Lothbury
LondonEC2R7DB
UnitedKingdom
电话:(4420)36518888
传真:(4420)36518877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7BryantPark15 楼
NY10018
电话:(1)2122590888
传真:(1)2122590889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话:(65)66926829/65345587
传真:(65)65343996/65323371