

## 强于大市

## 2026年房地产行业展望

## 2026年房地产市场“前低后高”；全年板块或迎来两大拐点

## 核心观点

- 25年我国房地产市场和投资整体持续面临调整压力。我们认为，短期来看，可以通过去库存和提振需求及信心来稳定市场，并通过支持和满足房企的合理融资需求来稳定投资。短期的政策手段要靠前使用，以防止市场失速下滑。中长期来看，需要引导房企主动转型，从提高投资开发增加值转向提高服务运营增加值，主动破局，寻找机会。同时，发展模式 and 制度要更新，一方面严格资金监管，从源头防范房企曾经出现的“锅盖盖不住锅子”的问题，另一方面，给企业 and 市场创造新的运作场景，在高质量发展的转型过程中，需要创新的政策和规则，松解地方政府和房地产的绑定关系。
- 房地产市场持续走弱主要是因为供需不匹配及居民对未来房价的预期较弱。我们建议，目前稳住房地产市场可以从G端、B端、C端一起发力调节供需关系。1)从G端来看，可以通过收储与城市更新吸收供给、创造需求。2)从B端来看，可以通过盘活存量（资产证券化、调规）、主体并购重组来转移供给。3)从C端来看，行政政策、公积金政策、财税政策均有调整空间，以提振居民需求，消化供给。（详见下文）
- 房地产投资持续走弱，是受到土地投资与施工建安投资双双走弱的影响，而追其根本，投资走弱的症结在于开发商的资金压力较大。因此，目前稳住房地产投资的关键在于开发商资金。从开发商的资金来源看，目前销售回款和外部融资均走弱。而销售回款取决于整体房地产市场是否回暖、需求是否增长，这部分资金压力需要等到市场复苏后自然化解。而外部融资在短期里可以通过一些政策手段来有效支持。针对于此，我们建议，重视解决主体的问题。具体措施可以考虑：1)支持房企合理融资与融资展期；2)建立开发商额度统筹管理制度；3)增加增信；4)设立中央纾困基金。
- 我们对2026年的地产核心指标的预测如下：
  - 1)商品房销售：我们预计26年销售面积8.1亿平，同比-8%；销售均价9144元/平，同比-4%；销售金额7.4万亿元，同比-12%。26年成交量价整体呈现“前低后高”的态势。在无政策刺激及高基数的情况下，Q1销售量价将持续面临压力。Q1末或出现适当的政策调整，带动Q2销售量价降幅不再扩大，Q3、Q4政策效果或边际减弱，但由于低基数，数据层面量价的降幅或收窄。我们预计Q1~Q4销售面积增速为-13%、-8%、-6%、-5%；销售均价增速为-8%、-4%、-3%、-1%；销售金额增速为-20%、-11%、-9%、-6%。从结构上看，我们预计26年各线城市仍将“量缩价跌”，但一线城市有可能在Q4基本见底。我们预计一线/二线/三四线城市26年销售面积同比增速-8%/-14%/-17%；销售均价同比增速-2%/-3%/-7%。
  - 2)开发投资：我们预计26年房地产开发投资6.9万亿元，同比-16%，较25年降幅收窄。一方面，在销售与融资的双重压力下，房企新开工意愿低迷，施工面积持续负增长，建安投资支撑较弱；另一方面，销售尚未出现可持续性实质回暖、前期拿地大幅减少，土地投资减少也对投资造成了拖累。不过，施工建安投资的拖累在缓解（26年预计同比-16%，降幅收窄6pct），但土地投资的拖累仍在扩大（26年预计同比-16%，降幅扩大8pct）。我们预计Q1~Q4的房地产投资增速分别为-20%、-17%、-16%、-10%。
  - 3)新开工：我们预计26年新开工面积4.8亿平，同比-18%，较25年降幅收窄。我们回溯了新开工与土地成交建面的相关性发现，当季新开工面积增速与两个季度前的全国土地成交建面增速均值趋势基本一致。我们预测Q1~Q4新开工面积同比增速-15%、-20%、-20%、-15%。
  - 4)竣工：我们预计26年竣工面积4.9亿平，同比-19%。我们通过结构-整体法，依据新开工面积及竣工预期完成度来预测竣工增速及面积。由于前期新开工明显收缩，同比持续出现负增长，按照2-3年的工程进度来计算，竣工将延续周期性的缩量。
- 房地产板块投资上，2026年一季度末或出现“政策拐点”，四季度可能出现“基本面拐点”。当前房地产市场主要矛盾已经从“成交量萎缩”转变为“价格持续下跌”，尤其是二手房价格。然而，二手房市场的下行也进一步影响了新房市场的成交量。整体流动性萎缩，需求走弱传导至开发商的投资不振，进而拖累经济。2026年作为“十五五”的开局，并且在中央经济工作会议“推动投资止跌回稳”的目标下，我们预计房地产市场将有所好转。全年来看，可能会出现两个拐点，一个是季度末左右的“政策拐点”，一个是四季度左右的“基本面拐点”。“政策拐点”可能会体现在房地产供需两端的政策积极性提升，“基本面拐点”主要指需求好转的明朗度，主要体现在二手房价格的降幅收窄。

## 投资建议

- 2026年房地产销售、投资、新开工增速仍将下滑，但预计降幅较2025年有所收窄。仍需关注及防范市场进一步失速下行带来的风险。当前防范地产及相关风险仍是首位。我们认为，市场的惯性下滑及不断蔓延的看跌预期也可能会倒逼政策尽快出台。2026年全年来看，地产板块出现收益的机会较大，今年建议关注及配置。从投资主线来说，部分房企在2025年计提减值相对充分，2026、2027年减值压力减轻，在此变化之下有反转可能性；部分持有性商业地产公司已经提前布局新业态、新模式、新场景，更能把握新消费时代下的机遇。
- 现阶段我们建议关注三条主线：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：华润置地、滨江集团、招商蛇口、越秀地产、建发国际集团。2)连续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。3)积极探索新消费时代下的新场景建设和运营模式的商业地产公司：华润万象生活、太古地产、瑞安房地产、嘉里建设、大悦城、百联股份。

## 风险提示

- 政策出台不及预期；销售与房价持续下行；市场信心修复不及预期。

## 相关研究报告

《稳地产，去库存：方向大于方式——中央经济工作会议解读》（2025/12/12）

《房地产底线逻辑研究系列报告一：银行直供房热度背后的真相》（2025/12/05）

《房地产高质量发展方向聚焦完善制度、优化供给、提升品质：城市更新将进入加速推进阶段——“十五五”规划建议解读》（2025/11/3）

《资产证券化系列报告二：从“证券化”到“通证化”，RWA重构资产投资逻辑》（2025/09/24）

《解密上海楼市：上海楼市周期性与结构性研究》（2025/09/10）

《地产后增量时代的机遇》（2025/08/09）

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 如何稳住房地产市场和投资？ .....                               | 5  |
| 2 2025 年房地产市场经历了持续调整，我们预计 2026 年压力可能有所缓解 .....      | 6  |
| 3 销售：在政策有效的前提下，我们预计 2026 年销售量的降幅将收窄... 7            |    |
| 4 房地产投资：持续面临调整压力，但从趋势上看，2026 年各季度降幅有条件逐步收窄 .....    | 11 |
| 5 新开工：预计 2026 年新开工面积降幅较 2025 年收窄 .....              | 16 |
| 6 竣工：预计 2026 年竣工延续周期性收缩 .....                       | 17 |
| 7 房地产板块投资上，2026 年一季度末或出现“政策拐点”，四季度可能出现“基本面拐点” ..... | 19 |
| 8 投资建议 .....                                        | 20 |
| 9 风险提示 .....                                        | 21 |

## 图表目录

|                                                                                        |    |
|----------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 图表 1. 2026 年房地产核心指标预测 .....                                                            | 6  |
| 图表 2. 2026 年销售面积增速为-8%，销售均价增速为-4%，销售金额增速为-12% .....                                    | 7  |
| 图表 3. 我们预计 2026Q1~Q4 销售面积增速分别为 .....                                                   | 8  |
| -13%、-8%、-6%、-5% .....                                                                 | 8  |
| 图表 4. 我们预计 2026Q1~Q4 销售均价增速分别为-8%、 .....                                               | 8  |
| -4%、-3%、-1% .....                                                                      | 8  |
| 图表 5. 2026 年一、二线城市销售量同比降幅预计将小幅收窄，三四线城市降幅持平 .....                                       | 8  |
| 图表 6. 2026Q1~Q4 全国商品房销售均价同比增速分别为-8%、-4%、-3%、-1% .....                                  | 9  |
| 图表 7. 2024、2025 年一线城市住宅类用地同比增速较高 .....                                                 | 9  |
| 图表 8. 我们预计 2026Q1~Q4 全国商品房销售面积同比增速分别为-13%、-8%、-6%、-5%；销售均价同比增速分别为-8%、-4%、-3%、-1% ..... | 10 |
| 图表 9. 房地产开发投资测算逻辑 .....                                                                | 11 |
| 图表 10. 我们预计 2026 年全国土地成交建面同比下降 7% .....                                                | 12 |
| 图表 11. 我们预计 2026 年全国土地成交楼面均价同比下降 2% .....                                              | 12 |
| 图表 12. 我们预计 2026 年全国土地成交总价同比下降 9% .....                                                | 12 |
| 图表 13. 土地投资面积与两个季度前的全国土地成交建面增速趋势相同 .....                                               | 13 |
| 图表 14. 我们预计，2026Q1~Q4 土地投资同比增速为 .....                                                  | 13 |
| -19%、-17%、-15%、-13% .....                                                              | 13 |
| 图表 15. 我们预计，2026 年全年土地投资同比-16% .....                                                   | 13 |
| 图表 16. 我们预计 2026Q1~Q4 的施工面积增速分别为 .....                                                 | 14 |
| -9%、-9%、-10%、-7% .....                                                                 | 14 |
| 图表 17. 我们预计 2026 年施工面积同比-7% .....                                                      | 14 |
| 图表 18. 我们预计 2026Q1~Q4 单季度平均造价同比增速为-15%、-10%、-8%、-5% .....                              | 14 |
| 图表 19. 我们预计 2026Q1~Q4 单季度施工建安投资增速分别为-21%、-17%、-16%、-9% .....                           | 14 |
| 图表 20. 我们预计，2026 年平均造价为 707 元/平，同比下降 11% .....                                         | 14 |
| 图表 21. 我们预计，2026 年施工建安投资同比下降 16% .....                                                 | 14 |
| 图表 22. 我们预计 2026Q1~Q4 的房地产投资增速分别为 .....                                                | 15 |
| -20%、-17%、-16%、-10% .....                                                              | 15 |
| 图表 23. 我们预计 2026 年全年房地产投资 6.9 万亿元，同比增速为-16% .....                                      | 15 |
| 图表 24. 新开工面积与 2 个季度前的土地成交面积增速趋势相同 .....                                                | 16 |
| 图表 25. 我们预计，2026 年全年新开工面积增速-18%，较 2025 年降幅收窄 .....                                     | 16 |
| 图表 26. 84%的省份 2025 年的实际竣工增速超理论值 .....                                                  | 17 |
| 图表 27. 除天津外，所有省份 2026 年理论竣工面积增速均为负，全国理论竣工增                                             |    |

速为-21%.....17

图表 28. 我们预计 2026 年商品房竣工面积同比增速为-19%.....18

## 1 如何稳住房地产市场和投资？

2025 年我国房地产市场和投资整体持续面临调整压力，地产销售、投资、新开工均持续下滑。

我们认为，短期来看，可以通过去库存和提振需求及信心来稳定市场，并通过支持和满足房企的合理融资需求来稳定投资。短期的政策手段要靠前使用，以防止市场失速下滑。

中长期来看，需要引导房企主动转型，从提高投资开发增加值转向提高服务运营增加值，主动破局，寻找机会。同时，发展模式和制度要更新，一方面严格资金监管，从源头防范房企曾经出现的“锅盖盖不住锅子”的问题，另一方面，给企业和市场创造新的运作场景，在高质量发展的转型过程中，需要创新的政策和规则，松解地方政府和房地产的绑定关系。

房地产市场持续走弱主要是因为供需不匹配及居民对未来房价的预期较弱。我们建议，目前稳住房地产市场可以从 G 端、B 端、C 端一起发力调节供需关系。

1) 从 G 端来看，可以通过收储与城市更新吸收供给、创造需求。

2) 从 B 端来看，可以通过盘活存量（资产证券化、调规）、主体并购重组来转移供给。盘活存量方面，资产证券化如 ABS、公募 REITs 可行性较高，当然其对底层资产质量要求也较高。

3) 从 C 端来看，行政政策、公积金政策、财税政策均有调整空间，以提振居民需求，消化供给。行政政策方面，北京、上海、深圳的限购政策可以进一步放开；多孩家庭限购限贷政策放松，需考虑实际需求，侧重在置换优惠上。公积金政策方面，优化方向有：推动全国公积金互通；推进公积金“又提又贷”；放松“商转公”条件。财税政策方面，推进购房贷款利息补贴；调降契税；进一步缩短二手房增值税免征年限；提高房贷抵扣个税额度等均是可行方向。

房地产投资持续走弱，是受到土地投资与施工建安投资双双走弱的影响，而追其根本，投资走弱的症结在于开发商的资金压力较大。因此，目前稳住房地产投资的关键在于开发商资金。从开发商的资金来源看，目前销售回款和外部融资均走弱。而销售回款取决于整体房地产市场是否回暖、需求是否增长，这部分资金压力需要等到市场复苏后自然化解。而外部融资在短期里可以通过一些政策手段来有效支持。针对于此，我们建议，重视解决主体的问题。具体措施可以考虑：1) 支持房企（尤其是非央国企）的合理融资与融资展期；2) 建立开发商额度统筹管理制度，在城市间、银行间，整体调配贷款总额；3) 增加增信，特别是给民营企业增信；4) 设立中央纾困基金，对开发商主体和项目进行债务重组或流动性支持。

## 2025 年房地产市场经历了持续调整，我们预计 2026 年压力可能有所缓解

那么，在政策有效的前提下，我们预计 2026 年商品房销售量降幅将略有收窄，但在居民看跌预期犹在、且居民收入与就业预期尚未完全扭转前，我们预计销售均价降幅或与 2025 年基本持平，不过从趋势上来看，季度降幅是逐季收窄的。

从投资与开工端来看，由于前期拿地减少、房企资金承压、库存规模仍然较高等情况并未出现实质性改善，并且当前房企多“以销定产”，我们预计投资和新开工仍将下滑，但降幅较 2025 年有所收窄。

从竣工端来看，从 2021 年下半年以来新开工明显缩量，同比持续出现双位数负增长，按照 2-3 年的工程进度来计算，竣工将延续周期性的缩量，我们预计 2026 年竣工面积将继续负增长。

我们对 2026 年的地产核心指标的预测如下：

- 2026 年销售面积同比增速为-8%；销售金额同比增速-12%，销售均价同比增-4%。
- 2026 年房地产开发投资额同比增速为-16%。
- 2026 年新开工面积同比增速-18%。
- 2026 年竣工面积同比增速-19%。

图表 1. 2026 年房地产核心指标预测

| 指标           | 房地产核心指标预测 |        |        |        |        |        |        |       |       |       |
|--------------|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|
|              | 2020      | 2021   | 2022   |        | 2023   |        | 2024   |       | 2025  | 2026E |
|              |           |        | 调整前    | 调整后    | 调整前    | 调整后    | 调整前    | 调整后   |       |       |
| 销售面积（万平）     | 176086    | 179433 | 135837 | 121080 | 111735 | 110788 | 97385  | 96496 | 88101 | 81052 |
| yoy          | 3%        | 2%     | -24%   | -24%   | -18%   | -9%    | -13%   | -13%  | -9%   | -8%   |
| 销售金额（亿元）     | 173613    | 181930 | 133308 | 123901 | 116622 | 115848 | 96750  | 96038 | 83937 | 74117 |
| yoy          | 9%        | 5%     | -27%   | -27%   | -13%   | -7%    | -17%   | -17%  | -13%  | -12%  |
| 销售均价（元/平）    | 9860      | 10139  | 9814   | 10233  | 10437  | 10457  | 9935   | 9952  | 9527  | 9144  |
| yoy          | 6%        | 3%     | -3%    | 1%     | 6%     | 2%     | -5%    | -5%   | -4%   | -4%   |
| 房地产开发投资额（亿元） | 141443    | 147602 | 132895 | 123717 | 110913 | 111841 | 100280 | 99986 | 82788 | 69253 |
| yoy          | 7%        | 4%     | -10%   | -10%   | -17%   | -10%   | -10%   | -11%  | -17%  | -16%  |
| 新开工面积（万平）    | 224433    | 198895 | 120587 | 120459 | 95376  | 95885  | 73893  | 73832 | 58770 | 48334 |
| yoy          | -1%       | -11%   | -39%   | -39%   | -21%   | -20%   | -23%   | -23%  | -20%  | -18%  |
| 竣工面积（万平）     | 91218     | 101412 | 86222  | 87107  | 99831  | 101916 | 73743  | 73685 | 60348 | 48642 |
| yoy          | -5%       | 11%    | -15%   | -15%   | 15%    | 17%    | -26%   | -28%  | -18%  | -19%  |

资料来源：国家统计局，中银证券

备注：2023 年开始国家统计局对披露口径做了相关调整。2022、2023、2024 年调整前的数据为当年国家统计局直接披露的绝对值；调整后的数据为根据后一年份披露的绝对数值及同比增速反推得到的数值。

### 3 销售：在政策有效的前提下，我们预计 2026 年销售量的降幅将收窄

我们预计，2026 年全国商品房销售面积为 8.1 亿平，同比增速为-8%；销售金额为 7.4 万亿元，同比增速为-12%；销售均价为 9144 元/平，同比增速为-4%。

我们采用城市能级分类测算，拆分各城市销售面积及销售均价，根据城市基本面、城市当前成交量价情况等分别进行单季数据测算，加总得到全国销售数据。

从全国层面的数据来看，2025 年一季度市场由于 2024 年四季度的政策利好明显好转，但二季度开始逐渐走弱。自 2024 年 9 月末政治局会议定调“止跌回稳”后，一线城市陆续出台限购限贷优化政策，带动整体市场 2024 年四季度、2025 年一季度均有所修复，2025 年一季度全国商品房销售面积同比下降 3%，成交金额下降 2%。不过，**二季度开始政策效果逐渐转弱**。二季度商品房销售面积同比下降 4%，降幅较一季度扩大 1 个百分点，销售金额同比下降 8%，降幅较一季度扩大 6 个百分点。在没有强有力的持续政策的情况下，**三季度开始市场信心更加薄弱**，三季度商品房销售面积同比下降 10%，销售金额同比下降 13%，降幅进一步扩大。**在居民收入与就业预期尚未根本性扭转、房价的惯性下滑以及不断蔓延的看跌预期犹在的情况下**，2025 年四季度全国商品房销售将持续走弱，四季度商品房销售面积同比下降 17%，销售金额同比下降 24%。2025 年全年全国商品房销售面积 8.8 亿平，同比下降 9%，销售金额 8.4 万亿元，同比下降 13%，销售均价 9527 元/平，同比下降 4%。

我们预计，2026 年成交量价整体呈现“前低后高”的态势。我们预计，在无政策刺激以及高基数的情况下，2026 年一季度销售量价将持续面临压力。我们预期最快的话，2026 年一季度末可能会有适当的政策调整，带动二季度销售量价降幅不再扩大，三、四季度政策效果可能边际减弱，但由于基数较低，我们预计数据层面量价的降幅将收窄。我们预计 2026Q1~Q4 销售面积增速分别为-13%、-8%、-6%、-5%；销售均价增速分别为-8%、-4%、-3%、-1%；销售金额增速分别为-20%、-11%、-9%、-6%。我们预计，2026 年全国商品房销售面积为 8.1 亿平，同比增速为-8%；销售金额为 7.4 万亿元，同比增速为-12%；销售均价为 9144 元/平，同比增速为-4%。

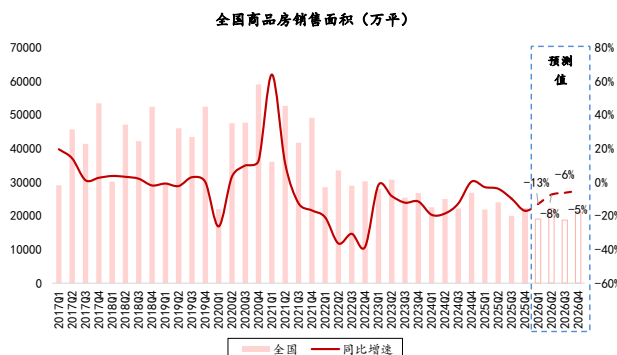
图表 2. 2026 年销售面积增速为-8%，销售均价增速为-4%，销售金额增速为-12%

| 销售预测：按城市能级 |         |        |        |        |        |       |       |       |
|------------|---------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 指标         | 城市能级    | 2020   | 2021   | 2022   | 2023   | 2024  | 2025  | 2026E |
| 销售面积（万平）   | 全国      | 176086 | 179433 | 121080 | 110788 | 96496 | 88101 | 81052 |
| 销售面积增速     |         | 3%     | 2%     | -24%   | -9%    | -13%  | -9%   | -8%   |
| 销售均价（元/平）  |         | 9860   | 10139  | 10233  | 10457  | 9952  | 9527  | 9144  |
| 销售均价增速     |         | 6%     | 3%     | 1%     | 2%     | -5%   | -4%   | -4%   |
| 销售金额（亿元）   |         | 173613 | 181930 | 123901 | 115848 | 96038 | 83937 | 74117 |
| 销售金额增速     |         | 9%     | 5%     | -27%   | -7%    | -17%  | -13%  | -12%  |
| 销售面积增速     | 一线城市    | 7%     | 18%    | -24%   | 1%     | -8%   | -12%  | -8%   |
|            | 二线城市    | 1%     | 14%    | -34%   | -3%    | -22%  | -20%  | -14%  |
|            | 三四线城市   | 5%     | -4%    | -34%   | -10%   | -23%  | -17%  | -17%  |
|            | 其余三四线城市 | 2%     | 0%     | -32%   | -10%   | -10%  | -5%   | -6%   |
| 销售均价增速     | 一线城市    | 9%     | 1%     | 13%    | -5%    | -2%   | -3%   | -2%   |
|            | 二线城市    | 23%    | 6%     | 1%     | 2%     | -6%   | 0%    | -3%   |
|            | 三四线城市   | 10%    | 6%     | 0%     | -3%    | -11%  | -6%   | -7%   |
|            | 其余三四线城市 | -1%    | -3%    | -4%    | 1%     | -1%   | -2%   | -3%   |
| 销售金额增速     | 一线城市    | 17%    | 19%    | -13%   | -4%    | -9%   | -15%  | -10%  |
|            | 二线城市    | 24%    | 21%    | -33%   | -1%    | -27%  | -20%  | -16%  |
|            | 三四线城市   | 16%    | 2%     | -34%   | -13%   | -31%  | -22%  | -23%  |
|            | 其余三四线城市 | 1%     | -4%    | -35%   | -9%    | -11%  | -7%   | -9%   |

资料来源：国家统计局，中银证券

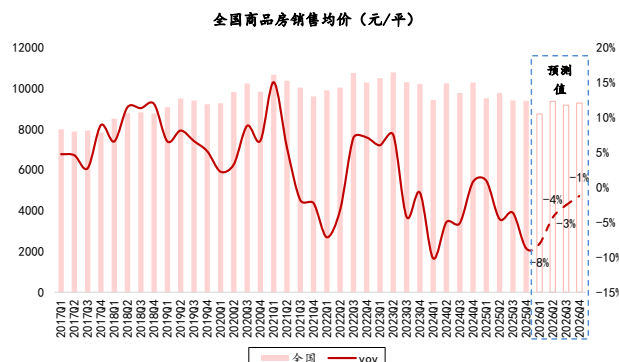
数据说明：1) 一线城市：北京、上海、广州、深圳；2) 二线城市：呼和浩特、沈阳、大连、长春、苏州、杭州、宁波、合肥、福州、厦门、济南、青岛、郑州、武汉、长沙、重庆、成都、西安、兰州；3) 三四线城市：东莞、常州、镇江、扬州、佛山、惠州、昆山、廊坊、汕头、中山、珠海、泉州、岳阳、韶关、舟山、泰安、江阴、泰州、芜湖、张家港、绍兴、常熟、固安、香河、沧州、池州、肇庆、丽水、宜兴、淮北、太仓、宿州、南平、三明、黄石、铜陵、衢州、六安、孝感、梅州。

图表 3. 我们预计 2026Q1~Q4 销售面积增速分别为 -13%、-8%、-6%、-5%



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 4. 我们预计 2026Q1~Q4 销售均价增速分别为 -8%、-4%、-3%、-1%



资料来源：国家统计局，中银证券

从结构上看，我们预计 2026 年全年各线城市仍将“量缩价跌”，但一线可能在四季度基本见底。根据我们的测算，我们预计一线/二线/三四线 2026 年销售面积同比增速分别为 -8%/-14%/-17%；一线/二线/三四线 2026 年销售均价同比增速分别为 -2%/-3%/-7%。

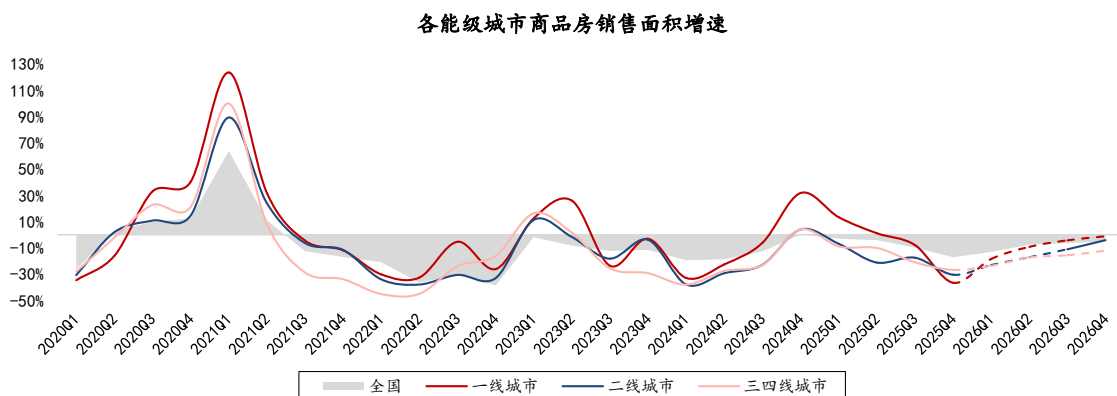
我们预计，2026 年一、二线城市销售量同比降幅小幅收窄；仅一线城市房价同比降幅收窄，且有望在 2026Q4 转正。

1) 一线城市：2026Q1 量价增速在高基数影响下，可能会承压，但一线城市政策仍有放松空间，且我们预计，可能在一季度末出台相关优化政策，因此，二季度销售量同比降幅可能在政策的带动下开始收窄，虽然 2026 年下半年政策效果边际减弱，但在低基数影响下，数据层面可能好转。房价方面，考虑到 2024 年、2025 年一线城市住宅用地成交楼面均价同比增长 25%、27%，平均楼面价涨幅仍有增加，因此，预计 2026 年新开盘的新房房价降幅将较 2025 年小幅收窄。四季度一线城市价格有望止跌回升。

2) 二线城市：市场分化延续，前期调整较多，我们预计 2026 年销售面积降幅将收窄，但仍不及一线城市。房价方面，我们预计，2026 年全年房价较 2025 年降幅略微扩大。部分都市圈城市可能会跟随周边一线先行修复，其余弱二线城市仍需进一步观察。

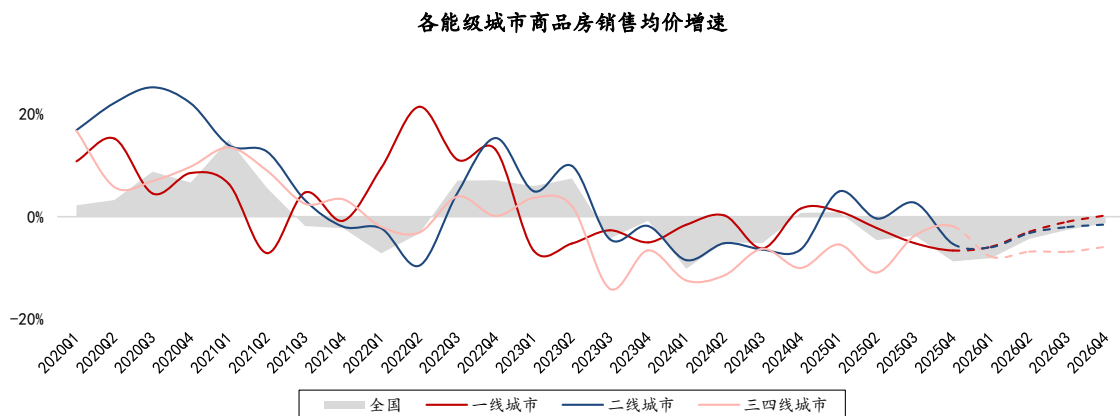
3) 三四线城市：基本面较弱，预计市场持续低迷，我们预计，2026 年销售量价同比降幅将显著大于一二线城市。不过，预计量的降幅与 2025 年相比基本持平，价格跌幅扩大。

图表 5. 2026 年一、二线城市销售量同比降幅预计将小幅收窄，三四线城市降幅持平



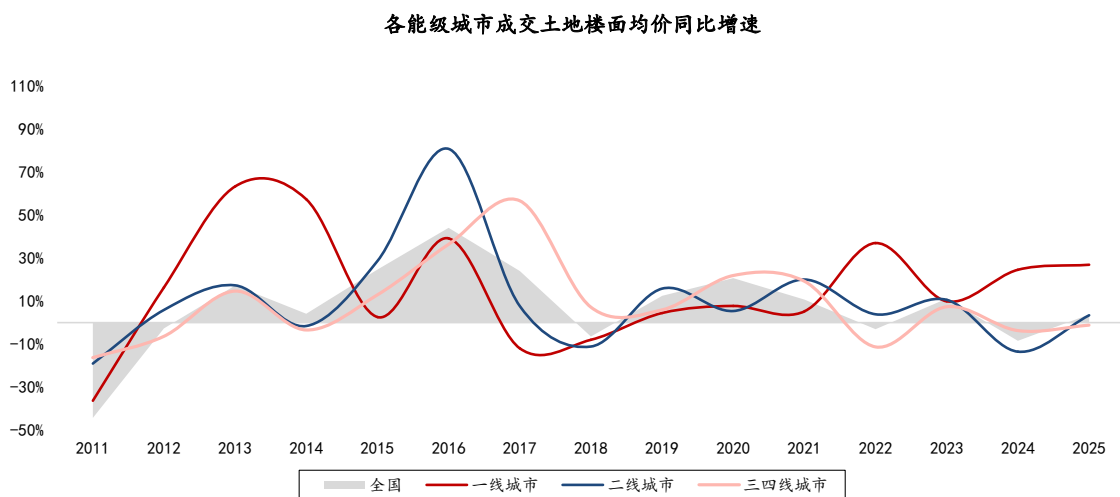
资料来源：中指院，国家统计局，中银证券

图表 6. 2026Q1~Q4 全国商品房销售均价同比增速分别为-8%、-4%、-3%、-1%



资料来源：中指院，国家统计局，中银证券

图表 7. 2024、2025 年一线城市住宅类用地同比增速较高



资料来源：万得，中银证券

图表 8. 我们预计 2026Q1~Q4 全国商品房销售面积同比增速分别为-13%、-8%、-6%、-5%；销售均价同比增速分别为-8%、-4%、-3%、-1%

| 商品房销售面积(万平方米) |       |      |       |      |       |      |       |      |
|---------------|-------|------|-------|------|-------|------|-------|------|
|               | 全国    | 同比   | 一线城市  | 同比   | 二线城市  | 同比   | 三四线城市 | 同比   |
| 2024Q1        | 22545 | -19% | 801   | -33% | 3140  | -38% | 1605  | -38% |
| 2024Q2        | 24969 | -19% | 961   | -23% | 3908  | -29% | 1703  | -28% |
| 2024Q3        | 22153 | -13% | 991   | -6%  | 3231  | -23% | 1440  | -23% |
| 2024Q4        | 26829 | 0%   | 1514  | 32%  | 4733  | 4%   | 1878  | 4%   |
| 2025Q1        | 21869 | -3%  | 908   | 13%  | 2923  | -7%  | 1463  | -9%  |
| 2025Q2        | 23982 | -4%  | 972   | 1%   | 3082  | -21% | 1532  | -10% |
| 2025Q3        | 19984 | -10% | 913   | -8%  | 2669  | -17% | 1138  | -21% |
| 2025Q4        | 22266 | -17% | 961   | -37% | 3297  | -30% | 1375  | -27% |
| 2026Q1        | 19027 | -13% | 741   | -18% | 2252  | -23% | 1117  | -24% |
| 2026Q2        | 22183 | -8%  | 883   | -9%  | 2554  | -17% | 1268  | -17% |
| 2026Q3        | 18714 | -6%  | 874   | -4%  | 2377  | -11% | 962   | -15% |
| 2026Q4        | 21128 | -5%  | 950   | -1%  | 3166  | -4%  | 1211  | -12% |
| 商品房销售金额(亿元)   |       |      |       |      |       |      |       |      |
|               | 全国    | yoy  | 一线城市  | yoy  | 二线城市  | yoy  | 三四线城市 | 同比   |
| 2024Q1        | 21244 | -28% | 3121  | -34% | 4662  | -43% | 1889  | -46% |
| 2024Q2        | 25572 | -23% | 4031  | -22% | 6121  | -33% | 2048  | -36% |
| 2024Q3        | 21631 | -17% | 3751  | -12% | 4652  | -28% | 1606  | -28% |
| 2024Q4        | 27590 | 1%   | 5989  | 34%  | 7325  | -3%  | 2136  | -6%  |
| 2025Q1        | 20798 | -2%  | 3576  | 15%  | 4554  | -2%  | 1629  | -14% |
| 2025Q2        | 23443 | -8%  | 3988  | -1%  | 4810  | -21% | 1641  | -20% |
| 2025Q3        | 18799 | -13% | 3276  | -13% | 3948  | -15% | 1222  | -24% |
| 2025Q4        | 20897 | -24% | 3550  | -41% | 4832  | -34% | 1536  | -28% |
| 2026Q1        | 16633 | -20% | 2748  | -23% | 3299  | -28% | 1147  | -30% |
| 2026Q2        | 20749 | -11% | 3517  | -12% | 3859  | -20% | 1266  | -23% |
| 2026Q3        | 17153 | -9%  | 3108  | -5%  | 3445  | -13% | 963   | -21% |
| 2026Q4        | 19582 | -6%  | 3519  | -1%  | 4570  | -5%  | 1273  | -17% |
| 商品房销售均价 (元/平) |       |      |       |      |       |      |       |      |
|               | 全国    | 同比   | 一线城市  | 同比   | 二线城市  | 同比   | 三四线城市 | 同比   |
| 2024Q1        | 9423  | -10% | 38963 | -2%  | 14847 | -8%  | 11769 | -12% |
| 2024Q2        | 10242 | -5%  | 41972 | 0%   | 15662 | -5%  | 12029 | -11% |
| 2024Q3        | 9765  | -5%  | 37861 | -6%  | 14397 | -6%  | 11149 | -6%  |
| 2024Q4        | 10284 | 1%   | 39560 | 2%   | 15476 | -6%  | 11379 | -10% |
| 2025Q1        | 9510  | 1%   | 39380 | 1%   | 15579 | 5%   | 11132 | -5%  |
| 2025Q2        | 9775  | -5%  | 41037 | -2%  | 15609 | 0%   | 10716 | -11% |
| 2025Q3        | 9407  | -4%  | 35900 | -5%  | 14792 | 3%   | 10739 | -4%  |
| 2025Q4        | 9385  | -9%  | 36951 | -7%  | 14656 | -5%  | 11168 | -2%  |
| 2026Q1        | 8741  | -8%  | 37069 | -6%  | 14653 | -6%  | 10266 | -8%  |
| 2026Q2        | 9354  | -4%  | 39834 | -3%  | 15107 | -3%  | 9984  | -7%  |
| 2026Q3        | 9166  | -3%  | 35552 | -1%  | 14494 | -2%  | 10004 | -7%  |
| 2026Q4        | 9268  | -1%  | 37044 | 0%   | 14432 | -2%  | 10513 | -6%  |

资料来源：中指院，国家统计局，中银证券

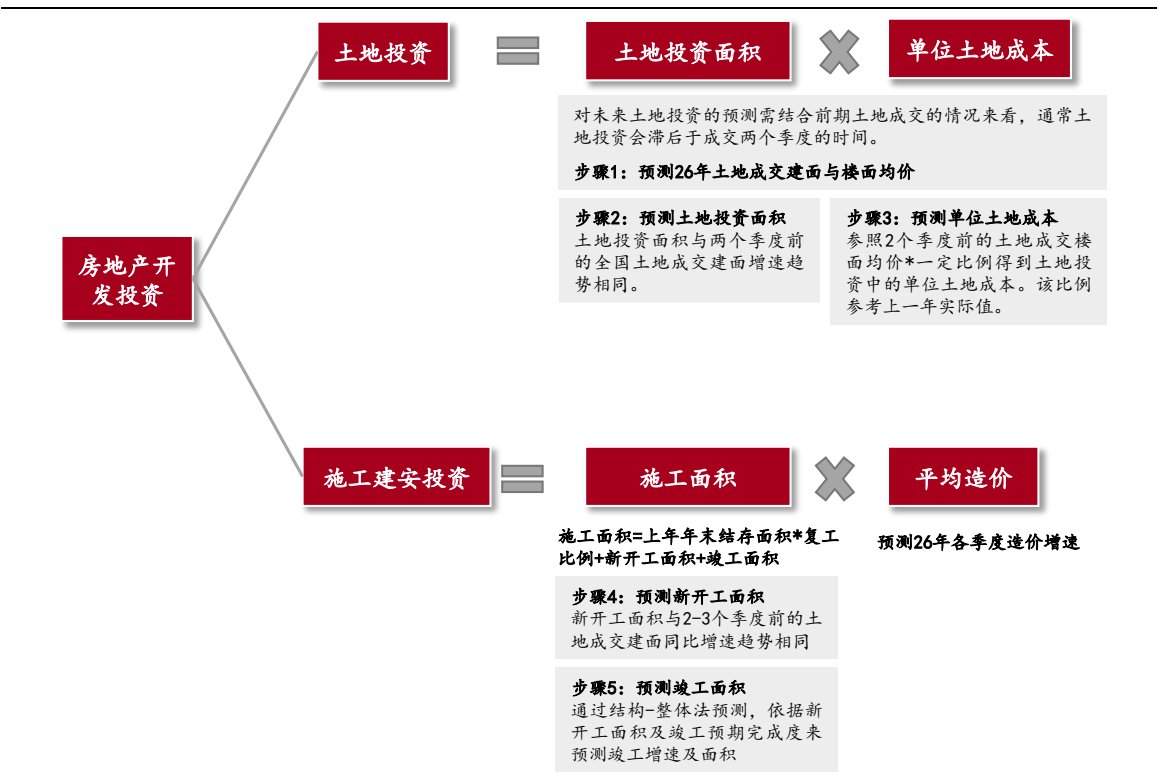
## 4 房地产投资：持续面临调整压力，但从趋势上看，2026 年各季度降幅有条件逐步收窄

我们将房地产开发投资额拆分为土地投资和施工建安投资两部分进行预测。

**土地投资：**对未来土地投资的预测需结合前期土地成交的情况来看，通常土地投资会滞后于成交两个季度的时间。第一步：预测 2026 年土地成交建面与楼面均价。第二步：预测土地投资面积。第三步：预测单位土地成本。最终通过土地投资面积\*单位土地成本得到土地投资。

**施工建安投资：**我们通过对施工面积和单位造价预测得到施工建安投资。根据第三章对新开工的预测，以及第四章对竣工的预测、给予一定的复工比例，得出施工面积（施工面积=上年年末结存面积\*复工比例+新开工面积+竣工面积），再根据平均造价得出施工建安投资增速。

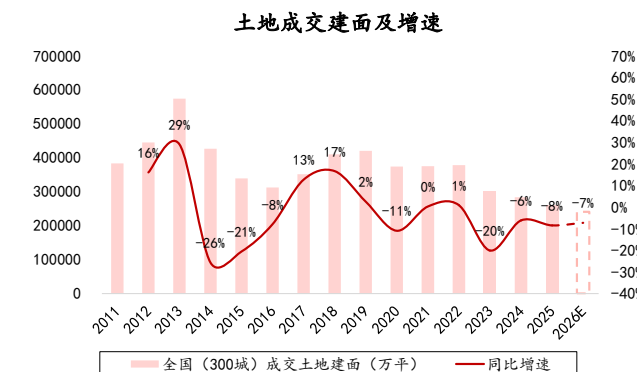
图表 9. 房地产开发投资测算逻辑



资料来源：中银证券

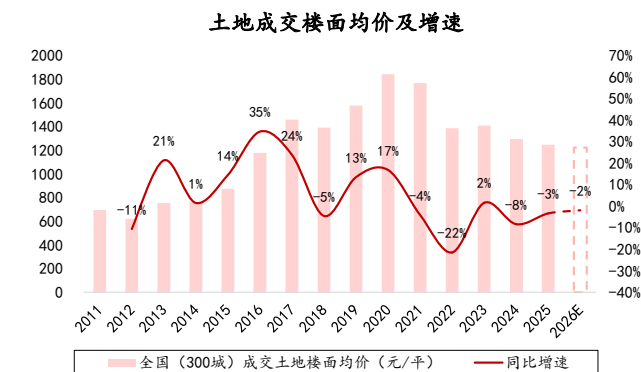
**土地成交预测：**预计 2026 年土地成交建面同比下降 7%，楼面均价同比下降 2%，土地成交总价同比下降 9%。土地市场 2026Q1、Q2 预计将持续面临压力，全国 300 城土地成交建面同比增速分别为-12%、-10%，考虑到二季度开始市场可能在政策带动下略微回暖，2026Q3、Q4 土地成交建面降幅收窄至 5%。不过受制于房地产市场仍在下行，房企待开发土地库存积压，新增拿地仍然谨慎，以及中央“控增量”的要求下，部分城市用地供给或下降，我们预计 **2026 年全年土地成交将持续下滑，全国土地成交建面同比下降 7%，楼面均价同比下降 2%，不过，降幅较 2025 年有所收窄。**

图表 10. 我们预计 2026 年全国土地成交建面同比下降 7%



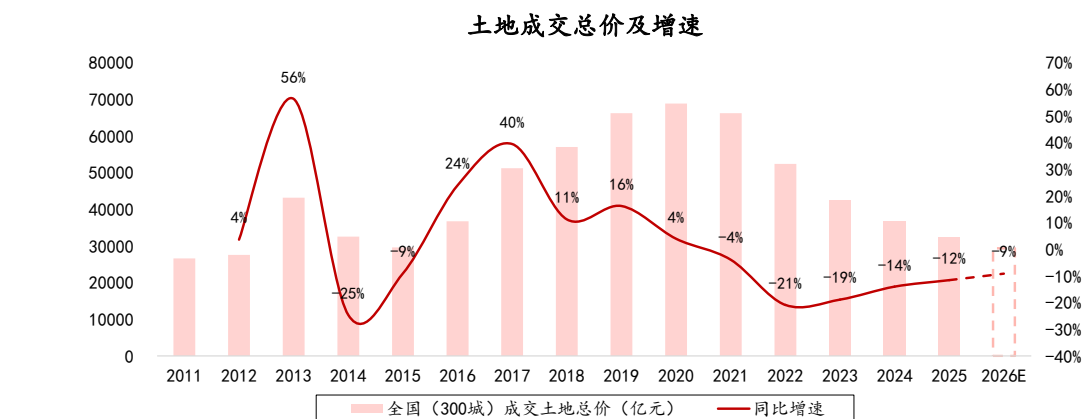
资料来源：万得，中银证券

图表 11. 我们预计 2026 年全国土地成交楼面均价同比下降 2%



资料来源：万得，中银证券

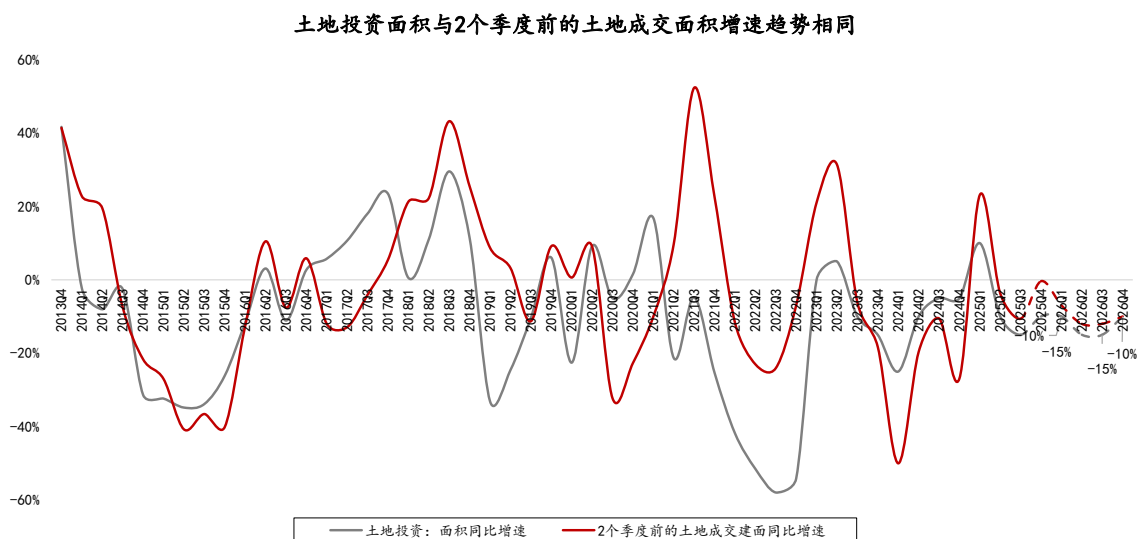
图表 12. 我们预计 2026 年全国土地成交总价同比下降 9%



资料来源：万得，中银证券

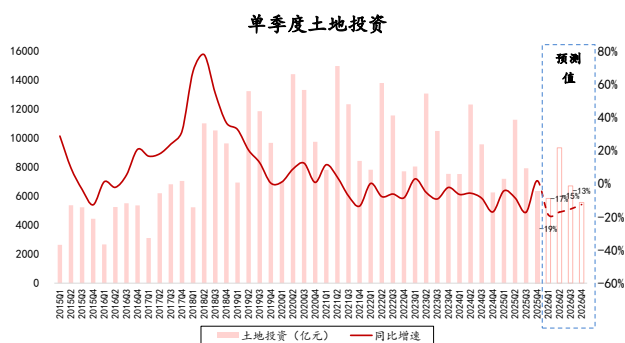
**土地投资预测：**我们预计 2026 年土地投资增速为-16%。对未来土地投资的预测需结合前期土地成交的情况来看，通常土地投资会滞后于成交两个季度的时间。1) **土地投资面积：**与两个季度前的全国土地成交建面增速趋势相同。根据我们的预测，2026Q1~Q4 土地投资面积同比增速分别为-10%、-15%、-15%、-10%。2) **单位土地投资成本：**我们参照 2 个季度前的全国土地成交楼面均价\*一定比例，得到土地投资中的单位土地成本。该比例参考上一年实际值。3) 根据面积\*单位土地成本得到土地投资，因此我们预计，2026Q1~Q4 土地投资同比增速为-19%、-17%、-15%、-13%，2026 年全年土地投资同比-16%。

图表 13. 土地投资面积与两个季度前的全国土地成交建面增速趋势相同



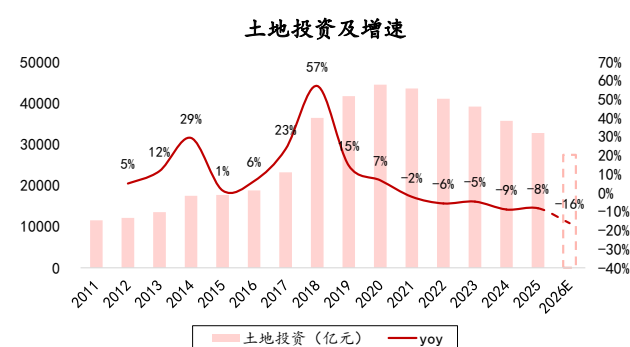
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 14. 我们预计，2026Q1~Q4 土地投资同比增速为 -19%、-17%、-15%、-13%



资料来源：国家统计局，中银证券

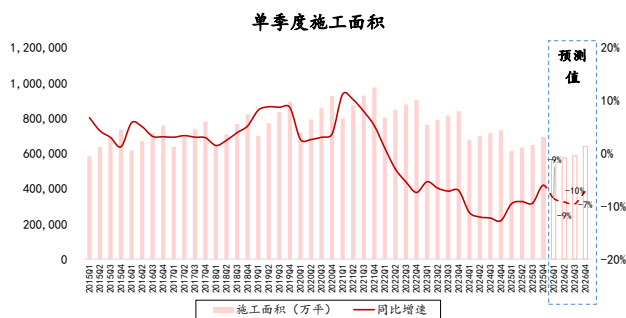
图表 15. 我们预计，2026 年全年土地投资同比-16%



资料来源：国家统计局，中银证券

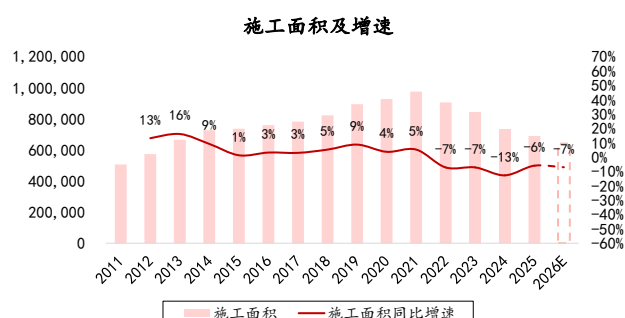
**施工面积预测：**我们预计 2026 年施工面积同比增速-7%。依据公式施工面积=上年年末结存面积\*复工比例+新开工面积+竣工面积来计算。根据第三章中对新开工的预测，以及第四章中对竣工的预测，我们给予一定的复工比例（参考 2025Q1~Q4 为 82%、100%、100%、104%，我们设定 2026Q1~Q4 为 82%、100%、100%、104%），得出施工面积。我们预计 2026Q1~Q4 的施工面积增速分别为-9%、-9%、-10%、-7%。我们预计 2026 年施工面积同比-7%。

图表 16. 我们预计 2026Q1~Q4 的施工面积增速分别为 -9%、-9%、-10%、-7%



资料来源：国家统计局，中银证券

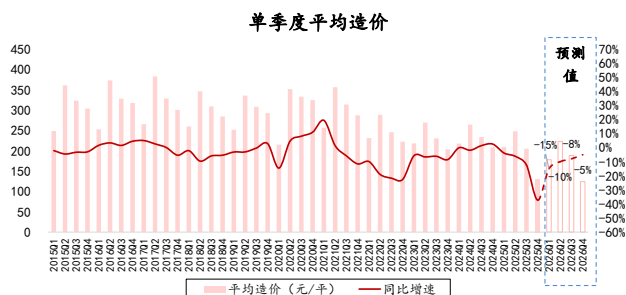
图表 17. 我们预计 2026 年施工面积同比-7%



资料来源：国家统计局，中银证券

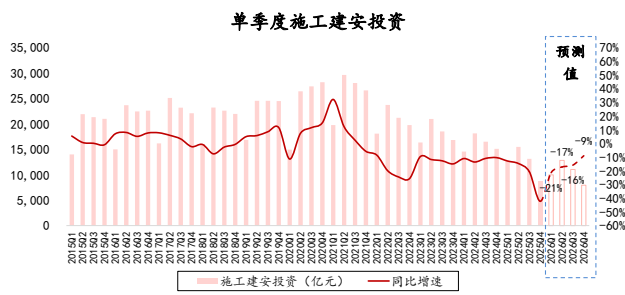
**建安施工投资：**预计 2026 年施工建安投资同比-16%。我们通过对施工面积和单位造价预测得到施工建安投资。我们预计 2026Q1~Q4 单季度平均造价同比增速为-15%、-10%、-8%、-5%，2026 年平均造价为 707 元/平，同比下降 11%。我们预计 2026Q1~Q4 单季度施工建安投资增速分别为-21%、-17%、-16%、-9%，2026 年施工建安投资同比增速为-16%。

图表 18. 我们预计 2026Q1~Q4 单季度平均造价同比增速为-15%、-10%、-8%、-5%



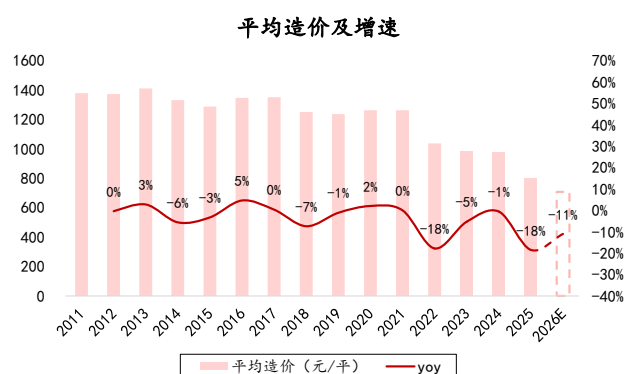
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 19. 我们预计 2026Q1~Q4 单季度施工建安投资增速分别为-21%、-17%、-16%、-9%



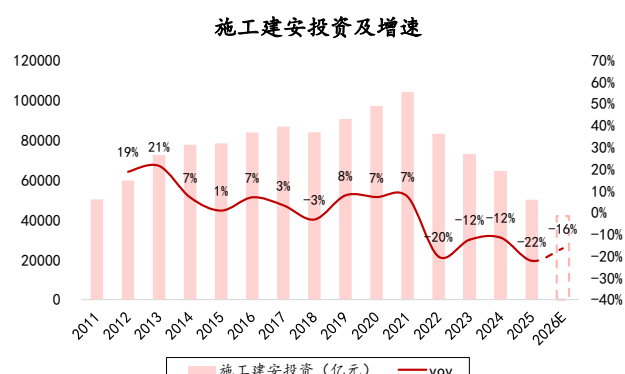
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 20. 我们预计，2026 年平均造价为 707 元/平，同比下降 11%



资料来源：国家统计局，中银证券

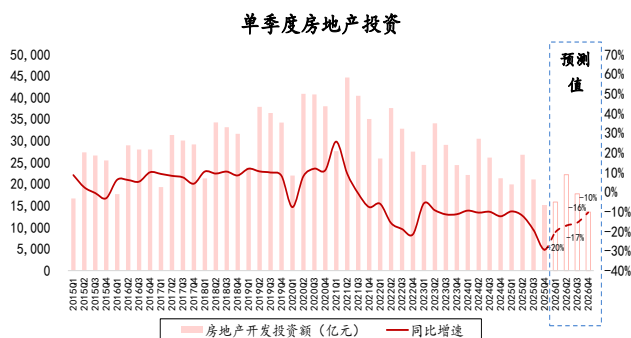
图表 21. 我们预计，2026 年施工建安投资同比下降 16%



资料来源：国家统计局，中银证券

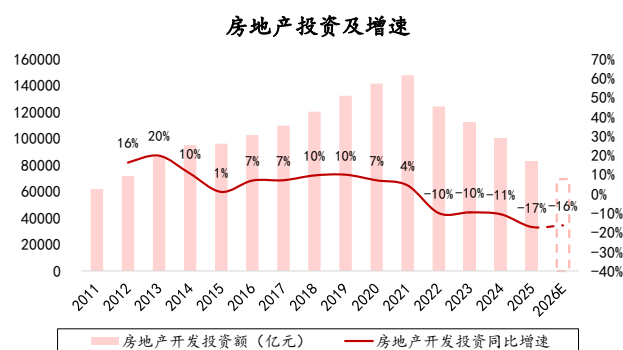
土地及施工建安投资双双拖累房地产开发投资，我们预计 2026 年房地产开发投资同比增速为-16%，较 2025 年降幅收窄。一方面，在销售与融资的双重压力下，房企新开工意愿低迷，施工面积持续负增长，建安投资支撑较弱；另一方面，销售尚未出现可持续性实质回暖、前期拿地大幅减少，土地投资减少也对投资造成了拖累。不过，相比之下，施工建安投资的拖累在缓解，土地投资的拖累仍在扩大。我们预计 2026Q1~Q4 的房地产投资增速分别为-20%、-17%、-16%、-10%。我们预计 2026 年全年房地产投资 6.9 万亿元，同比增速为-16%。

图表 22. 我们预计 2026Q1~Q4 的房地产投资增速分别为 -20%、-17%、-16%、-10%



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 23. 我们预计 2026 年全年房地产投资 6.9 万亿元，同比增速为-16%

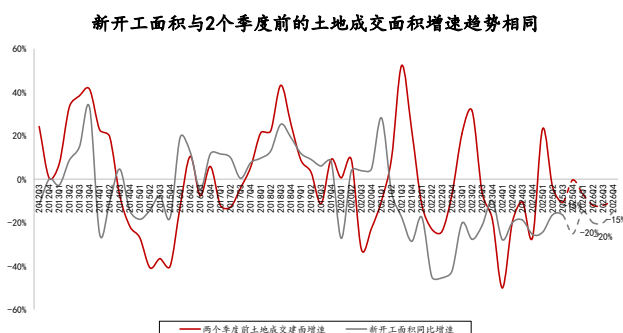


资料来源：国家统计局，中银证券

## 5 新开工：预计 2026 年新开工面积降幅较 2025 年收窄

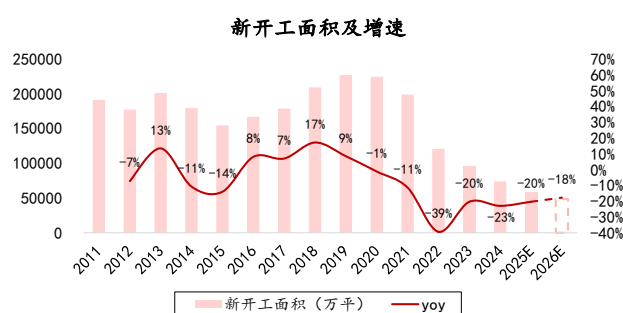
我们预计 2026 年新开工虽然持续面临下滑压力，但降幅较 2025 年收窄。在销售回暖尚存不确定性、前期拿地低迷、房企已经压力仍然较大的情况下，房企可开工项目减少、新开工意愿仍然低迷。由于房企拿地到新开工平均需要 3-6 个月，我们回溯了新开工与土地成交建面的相关性发现，当季新开工面积增速与两个季度前的全国土地成交建面增速均值趋势基本一致。根据 2 个季度前的土地成交建面趋势，我们预测 2026Q1~Q4 新开工面积同比增速-15%、-20%、-20%、-15%；且 2026 年全年新开工面积增速-18%，较 2025 年降幅收窄。

图表 24. 新开工面积与 2 个季度前的土地成交面积增速趋势相同



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 25. 我们预计，2026 年全年新开工面积增速-18%，较 2025 年降幅收窄



资料来源：国家统计局，中银证券

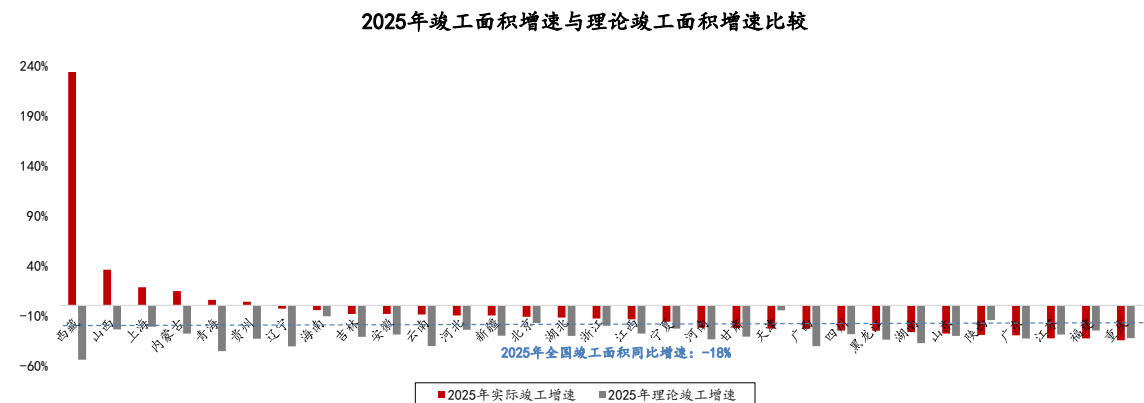
## 6 竣工：预计 2026 年竣工延续周期性收缩

我们预计 2026 年竣工面积继续双位数负增长。由于 2021 年下半年以来新开工明显缩量，累计同比持续负增长，按照 2-3 年的工程进度来计算，竣工持续承压。2025 年全国竣工面积 6.0 亿平，同比下降 18%。不过从结构来看，也有差异。

1) 从实际竣工与理论竣工情况来看，超过八成的省份 2025 年的实际竣工增速超理论值。我们用 2022、2023 年新开工面积增速均值作为 2025 年理论竣工增速。2025 年全国理论竣工增速为-28%，实际竣工增速为-18%（主要是由于 2022 年以来部分停缓工的项目延期竣工）。我们发现，58% 的省份 2025 年的竣工增速好于全国：西藏、山西、上海、内蒙古、青海、贵州、辽宁、海南、吉林、安徽、云南、河北、新疆、北京、湖北、浙江、江西、宁夏。84% 的省份 2025 年实际竣工增速超理论值，仅天津、陕西、江苏、福建、重庆实际竣工增速低于理论值。

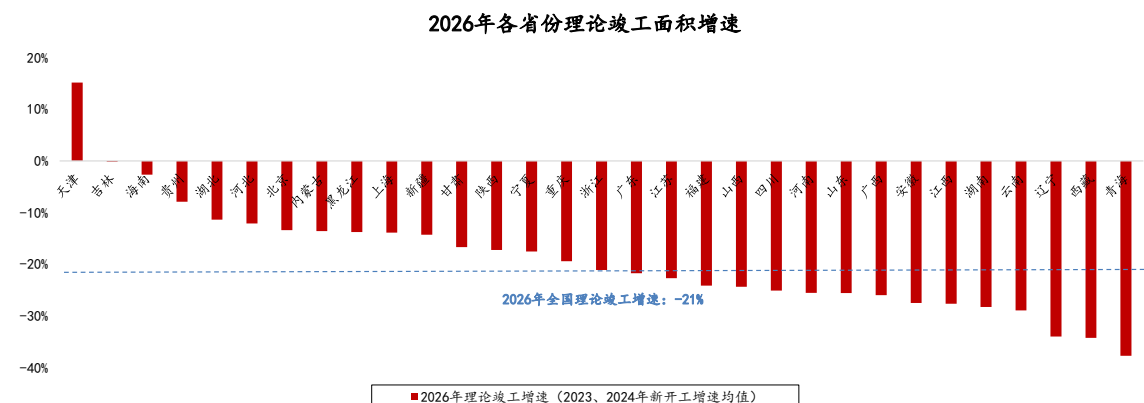
2) 除天津外，所有省份 2026 年理论竣工面积增速均为负，2026 年全国理论竣工增速为-21%。我们用 2023、2024 年新开工面积增速均值，来作为考量 2026 年理论竣工情况的指标。我们发现，除了天津同比增长 15% 以外，所有省份 2026 年理论竣工面积增速均为负，其中吉林、海南、贵州降幅相对较小。因此预计 2026 年竣工整体情况应该仍会有明显下降。

图表 26. 84% 的省份 2025 年的实际竣工增速超理论值



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 27. 除天津外，所有省份 2026 年理论竣工面积增速均为负，全国理论竣工增速为-21%



资料来源：国家统计局，中银证券

我们通过结构-整体法预测，预计 2026 年商品房竣工增速为-19%，具体预测方法如下：

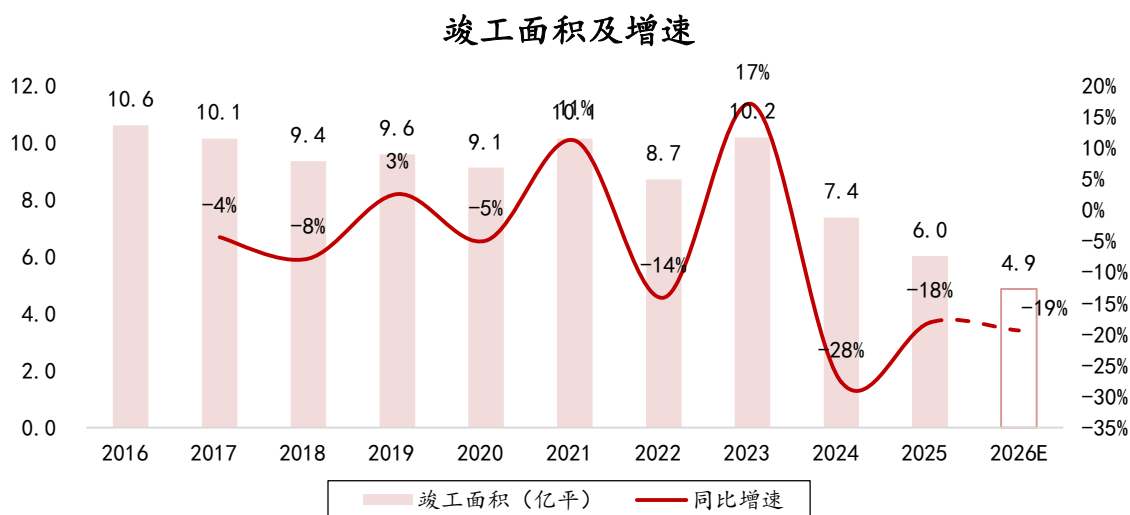
1) 竣工历史完成情况。将每个省份 T-2 和 T-3 的新开工增速均值作为当年该省份的竣工增速，计算过去五年的理论竣工面积，当实际竣工面积/理论竣工面积小于 1，意味着竣工不达预期。

2) 根据历史竣工预期完成度, 将所有省份分为 4 类。回溯过去五年的竣工预期完成度, 所有省份均有两年及以上不达预期, 我们将所有省份分为以下四类: a) 1 年不达预期, 若 T-2 与 T-3 两年的新开工增速均值为正, 则按照 T-2 与 T-3 两年的新开工增速均值\*1.2 预测; 若为负, 则按照 T-2 与 T-3 两年的新开工增速均值\*0.83 预测。b) 2 年不达预期, 若 T-2 与 T-3 两年的新开工增速均值为正, 则按照 T-2 与 T-3 两年的新开工增速均值\*1.3 预测; 若为负, 则按照 T-2 与 T-3 两年的新开工增速均值\*0.77 预测。c) 3 年不达预期, 若 T-2 与 T-3 两年的新开工增速均值为正, 则按照 T-2 与 T-3 两年的新开工增速均值\*1.4 预测; 若为负, 则按照 T-2 与 T-3 两年的新开工增速均值\*0.71 预测。d) 4 年不达预期, 若 T-2 与 T-3 两年的新开工增速均值为正, 则按照 T-2 与 T-3 两年的新开工增速均值\*1.5 预测; 若为负, 则按照 T-2 与 T-3 两年的新开工增速均值\*0.67 预测。e) 5 年均不达预期, 若 T-2 与 T-3 两年的新开工增速均值为正, 则按照 T-2 与 T-3 两年的新开工增速均值\*1.6 预测; 若为负, 则按照 T-2 与 T-3 两年的新开工增速均值\*0.63 预测。

3) 依据新开工面积及竣工预期完成度来预测竣工增速及面积。

最后, 根据新开工的周期性推演, 我们预计, 2026 年全国商品房竣工面积预计 4.9 亿平, 同比增速为-19%, 延续周期性收缩。

图表 28. 我们预计 2026 年商品房竣工面积同比增速为-19%



资料来源: 国家统计局, 中银证券

## 7 房地产板块投资上，2026 年一季度末或出现“政策拐点”，四季度可能出现“基本面拐点”

当前房地产市场主要矛盾已经从“成交量萎缩”转变为“价格持续下跌”，尤其是二手房价格。然而，二手房市场的下行也进一步影响了新房市场的成交量。整体流动性萎缩，需求走弱传导至开发商的投资不振，进而拖累经济。2026 年作为“十五五”的开局，并且在中央经济工作会议“推动投资止跌回稳”的目标下，我们预计房地产市场将有所好转。全年来看，可能会出现两个拐点，一个是一季度末左右的“政策拐点”，一个是四季度左右的“基本面拐点”。“政策拐点”可能会体现在房地产供需两端的政策积极性提升，“基本面拐点”主要指需求好转的明朗度，主要体现在二手房价格的降幅收窄。

## 8 投资建议

2026 年房地产销售、投资、新开工增速仍将下滑，但预计降幅较 2025 年有所收窄。仍需关注及防范市场进一步失速下行带来的风险。当前防范地产及相关风险仍是首位。我们认为，市场的惯性下滑及不断蔓延的看跌预期也可能会倒逼政策尽快出台。2026 年全年来看，地产板块出现收益的机会较大，今年建议关注及配置。从投资主线来说，部分房企在 2025 年计提减值相对充分，2026、2027 年减值压力减轻，在此变化之下有反转可能性；部分持有性商业地产公司已经提前布局新业态、新模式、新场景，更能把握新消费时代下的机遇。

现阶段我们建议关注三条主线：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：华润置地、滨江集团、招商蛇口、越秀地产、建发国际集团。2) 连续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。3) 积极探索新消费时代下的新场景建设和运营模式的商业地产公司：华润万象生活、太古地产、瑞安房地产、嘉里建设、大悦城、百联股份。

## 9 风险提示

政策出台不及预期：政策出台频次下降、力度减弱，政策效果不及预期。

销售与房价持续下行：房地产市场量价尚未见修复，面临持续下行的压力。

市场信心修复不及预期：影响居民购房意愿和能力的收入与就业预期尚未扭转，市场信心仍然较弱。

## 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) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 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) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 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) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 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) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 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) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371