

强于大市

房地产行业第 1 周周报(2025 年 12 月 27 日-2026 年 1 月 2 日)

本周成交同比降幅收窄；个人销售不足 2 年住房增值税税率降至 3%

新房成交面积环比涨幅收窄，同比降幅收窄；二手房成交面积环比由正转负，同比降幅收窄；新房库存面积同环比均下降；去化周期环比下降、同比上升。

核心观点

- **新房成交面积环比涨幅收窄，同比降幅收窄。**40 个城市新房成交面积 281.9 万平，环比上升 0.5%，同比下降 21.5%，同比降幅较上周收窄 16.9 个百分点。一、二、三四线城市新房成交面积环比增速分别为 51.9%、-7.2%、-34.7%，同比增速分别为 0.5%、-22.9%、-54.7%，一、二线城市同比降幅较上周分别收窄 38.1、14.3 个百分点，三四线城市同比降幅较上周扩大 10.3 个百分点。
- **二手房成交面积环比由正转负，同比降幅收窄。**18 个城市二手房成交面积 126.2 万平，环比下降 28.0%，同比下降 15.9%，同比降幅较上周收窄 13.4 个百分点。一、二、三四线城市二手房成交面积环比增速分别为 -20.0%、-22.8%、-46.7%，同比增速分别为 -26.1%、-5.5%、-11.1%，一线城市同比降幅较上周扩大 2.9 个百分点，二、三四线城市同比降幅较上周分别收窄 34.5、6.2 个百分点。
- **新房库存面积同环比均下降；去化周期环比下降、同比上升。**12 个城市新房库存面积为 11398 万平，环比增速为 -0.7%，同比增速为 -7.0%；去化周期为 16.2 个月，环比下降 1.6 个月，同比上升 4.3 个月。一、二、三四线城市新房库存面积去化周期分别为 17.5、12.4、65.8 个月，环比分别下降 2.2、0.8、4.9 个月，同比分别上升 4.5、3.1、34.1 个月。
- **土地市场同环比均量跌价涨；溢价率同环比均上升。**百城全类型成交土地规划建面 4375.0 万平，环比下降 15.4%，同比下降 16.5%；成交总价 1113.6 亿元，环比下降 14.1%，同比下降 8.5%；楼面均价 2545.5 元/平，环比上升 1.6%，同比上升 9.5%；溢价率 8.7%，环比上升 7.3 个百分点，同比上升 6.9 个百分点。
- **房企国内债券发行量同环比均下降。**房地产行业国内债券总发行量 19.6 亿元，环比下降 68.5%，同比下降 20.2%（前值：32.0%）。总偿还量为 23.0 亿元，环比下降 69.7%，同比下降 45.1%（前值：5.7%）；净融资额 -3.3 亿元。
- **板块相对收益有所下降。**房地产行业绝对收益为 -0.7%，较上周下降 2.6pct，相对收益（相对沪深 300）为 -0.1%，较上周下降 0.1pct。房地产板块 PE 为 24.64X，较上周下降 0.04X。
- **百强房企 12 月全口径销售同比降幅收窄；全年下降 20%。**百强房企 12 月全口径销售额同比 -27.9%（前值：-37.1%）；权益口径同比 -26.7%（前值：-36.3%）。2025 年全年百强房企全口径销售金额 3.36 万亿元，同比 -19.8%（前值：-18.8%）；权益口径 2.46 万亿元，同比 -20.1%（前值：-18.9%）。

政策

- **个人销售住房增值税税率从 5%下降至 3%，降至历史最低水平。**2025 年 12 月 30 日，财政部、国家税务总局发布《关于个人销售住房增值税政策的公告》，自 2026 年 1 月 1 日起，个人将购买 2 年以上（含 2 年）的住房对外销售的，免征增值税；个人将购买不足 2 年的住房对外销售的，按照 3% 的征收率全额缴纳增值税。

投资建议

- **当前市场量价持续面临下行压力。**我们认为，从“十五五”规划建议到中央经济工作会议对地产的表态都是要稳住房地产市场，推进制度完善。尽管当前防范地产及相关风险仍是首位，但房价的惯性下滑及不断蔓延的看跌预期可能会倒逼政策尽快出台。我们预计，今年一季度将会有适当的政策调整。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，在新消费时代下，提前布局新业态、新模式、新场景的商业地产公司，有望率先走出重围。
- **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：滨江集团、招商蛇口、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。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、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

《地产后增量时代的机遇》（2025/08/10）
《单月销售与投资降幅扩大；开工降降幅虽收窄，但仍处于历史低位》（2025/07/17）
《70 城房价环比跌幅持续扩大；一线城市二手房价跌幅大于二、三线城市》（2025/07/17）
《2025 年将成为房地产行业“由量转质，优化结构”的关键年》（2025/05/12）
《“城市更新”成为楼市重要的增量筹码，维稳房地产市场是当前扩内需的重要一环（25 年 4 月政治局会议解读）》（2025/04/27）
《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（25 年政府工作报告解读）》（2025/03/06）
《“旧改为主、收储为辅”贯穿 2025 年地产行业主线》（2024/12/14）
《住房交易税收政策调整，体现政府让利意愿及稳定房地产市场的决心》（2024/11/14）
《房贷利率机制调整超预期，沪深广松绑行政政策；看好地产板块行情延续！》（2024/09/30）
《央行拟于近期降准并引导 LPR 及存量房贷利率下降；北京拟适时取消普宅与非普宅分类标准》（2024/09/27）

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

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 重点城市新房市场、二手房市场及库存跟踪	6
1.1 重点城市新房成交情况跟踪	6
1.2 重点城市新房库存情况跟踪	7
1.3 重点城市二手房成交情况跟踪	8
2 百城土地市场跟踪	10
2.1 百城成交土地（全类型）市场情况跟踪	10
2.2 百城成交土地（住宅类）市场情况跟踪	12
3 本周行业政策梳理	14
4 本周板块表现回顾	15
5 本周重点公司公告	17
6 本周房企债券发行情况	18
7 投资建议	20
8 风险提示	21
9 附录	22

图表目录

图表 1. 40 个城市新房成交套数为 2.8 万套，环比上升 8.1%，同比下降 17.3%.....	6
图表 2. 新房成交面积为 281.9 万平方米，环比上升 0.5%，同比下降 21.5%.....	6
图表 3. 一、二、三四线城市新房成交套数环比增速分别为 51.8%、-3.1%、-10.1%.....	6
图表 4. 一、二、三四线城市新房成交面积环比增速分别为 51.9%、-7.2%、-34.7%.....	6
图表 5. 一、二、三四线城市新房成交套数同比增速分别为 -3.9%、-26.3%、-10.5%.....	6
图表 6. 一、二、三四线城市新房成交面积同比增速分别为 0.5%、-22.9%、-54.7%.....	6
图表 7. 12 个城市新房库存套数为 139.3 万套，环比增速为 -0.004%，同比增速为 -9.3%.....	7
图表 8. 一、二、三四线城市新房库存套数环比增速分别为 0.2%、-0.1%、-0.2%.....	7
图表 9. 一、二、三四线城市新房库存套数同比增速分别为 -9.5%、-10.9%、1.3%.....	7
图表 10. 一、二、三四线城市新房库存套数去化周期分别为 16.9、12.1、80.3 个月.....	7
图表 11. 一、二、三四线城市新房库存套数去化周期环比增速分别为 -4.2%、-1.9%、-4.0%.....	7
图表 12. 一、二、三四线城市新房库存套数去化周期同比增速分别为 22.5%、25.1%、113.8%.....	7
图表 13. 12 个城市新房库存面积为 11398 万平方米，环比增速为 -0.7%，同比增速为 -7.0%.....	8
图表 14. 一、二、三四线城市新房库存面积环比增速分别为 -1.1%、-0.3%、-0.2%.....	8
图表 15. 一、二、三四线城市新房库存面积同比增速分别为 -9.2%、-5.4%、3.4%.....	8
图表 16. 一、二、三四线城市新房库存面积去化周期分别为 17.5、12.4、65.8 个月.....	8
图表 17. 一、二、三四线城市新房库存面积去化周期环比增速分别为 -11.2%、-6.3%、-7.0%.....	8
图表 18. 一、二、三四线城市新房库存面积去化周期同比增速分别为 34.6%、33.9%、107.9%.....	8
图表 19. 18 个城市二手房成交套数为 1.2 万套，环比下降 40.6%，同比下降 35.7%.....	9
图表 20. 18 个城市二手房成交面积为 126.2 万平方米，环比下降 28.0%，同比下降 15.9%.....	9
图表 21. 一、二、三四线城市二手房成交套数环比增速分别为 -20.2%、-48.2%、-47.4%.....	9
图表 22. 一、二、三四线城市二手房成交面积环比增速分别为 -20.0%、-22.8%、-46.7%.....	9
图表 23. 一、二、三四线城市二手房成交套数同比增速分别为 -23.8%、-50.5%、-13.1%.....	9

.....	9
图表 24. 一、二、三四线城市二手房成交面积同比增速分别为-26.1%、-5.5%、-11.1%	9
图表 25. 百城成交土地规划建筑面积为 4375.0 万平方米，环比下降 15.4%，同比下降 16.5%	10
图表 26. 百城成交土地总价为 1113.6 亿元，环比下降 14.1%，同比下降 8.5% ...	10
图表 27. 百城成交土地楼面均价为 2545.5 元/平，环比上升 1.6%，同比上升 9.5%	10
图表 28. 百城成交土地溢价率为 8.7 %，环比上升 7.3 个百分点，同比上升 6.9 个百分点	10
图表 29. 一、二、三线城市成交土地规划建筑面积环比增速分别为-3.9%、67.4%、-45.0%	11
图表 30. 一、二、三线城市成交土地规划建筑面积同比增速为 2.4%、-23.4%、-10.0%	11
图表 31. 一、二、三线城市成交土地总价环比增速分别为 10.2%、45.7%、-52.3%	11
图表 32. 一、二、三线城市成交土地总价同比增速分别为 132.6%、-13.3%、-19.9%	11
图表 33. 一、二、三线城市成交土地楼面均价环比增速分别为 14.7%、-13.0%、-13.3%	11
图表 34. 一、二、三线城市成交土地楼面均价同比增速分别为 127.1%、13.2%、-11.0%	11
图表 35. 一、二、三线城市平均土地溢价率分别为 0.1%、7.5%、9.7%	11
图表 36. 百城成交住宅土地规划建筑面积为 1326.5 万平方米，环比下降 28.6%，同比上升 0.1%	12
图表 37. 百城成交住宅土地总价为 757.6 亿元，环比下降 13.7%，同比上升 13.7%	12
图表 38. 百城成交住宅土地楼面均价为 5711.2 元/平方米，环比上升 20.9%，同比上升 13.6%	12
图表 39. 百城成交住宅类用地溢价率为 2.2 %，环比上升 0.7 个百分点，同比上升 0.8 个百分点	12
图表 40. 一、二、三线城市住宅类用地成交土地规划建筑面积环比增速分别为 99.4%、66.5%、-53.6%	12
图表 41. 一、二、三线城市住宅类用地成交土地规划建筑面积同比增速分别为 227.5%、0.1%、-2.7%	12
图表 42. 一、二、三线城市住宅成交土地总价环比增速分别为 128.9%、51.0%、-56.7%	13
图表 43. 一、二、三线城市住宅成交土地总价同比增速分别为 437.5%、8.1%、-10.3%	13
图表 44. 一、二、三线城市住宅成交楼面均价环比增速分别为 14.8%、-9.3%、-6.5%	13
图表 45. 一、二、三线城市住宅成交楼面均价同比增速为 64.1%、8.0%、-7.9%	13
图表 46. 一、二、三线城市住宅类成交土地溢价率分别为 0.3%、4.7%、0.7% ..	13

图表 47. 2026 年第 1 周大事件	14
图表 48. 房地产行业绝对收益为-0.7%，较上周下降 2.6 个百分点	15
图表 49. 房地产行业相对沪深 300 收益为-0.1%，较上周下降 0.1 个百分点	15
图表 50. 房地产板块 PE 为 24.64X，较上周下降 0.04X	16
图表 51. A 股涨跌幅靠前的三家公司依次为滨江集团、绿地控股、新城控股	16
图表 52. 港股涨跌幅靠前的三家公司依次为中国海外发展、中国金茂、旭辉控股集团	16
图表 53. 2026 年第 1 周（2025 年 12 月 27 日-2026 年 1 月 2 日）重点公司公告汇总	17
图表 54. 2026 年第 1 周房地产行业国内债券总发行量为 19.6 亿元，环比下降 68.5%，同比下降 20.2%	18
图表 55. 2026 年第 1 周国内债券总偿还量为 23.0 亿元，环比下降 69.7%，同比下降 45.1%	18
图表 56. 2026 年第 1 周房地产行业国内债券净融资额为-3.3 亿元	18
图表 57. 本周债券发行量最大的房企为新盛集团、浦开集团、苏州高新，发行量分别为 14.9、5.7、4.0 亿元	19
图表 58. 本周债券偿还量最大的房企为新盛集团、天地源、成兴国投，偿还量分别为 22.1、9.0、5.3 亿元	19
图表 59. 报告中提及上市公司估值表	20
图表 60. 城市数据选取清单	22

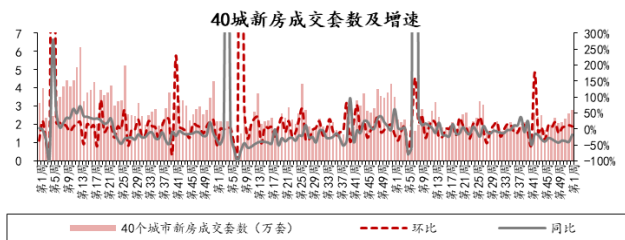
1 重点城市新房市场、二手房市场及库存跟踪

本周（第1周：2025年12月27日-2026年1月2日）相比于上周，新房成交面积环比涨幅收窄，同比降幅收窄；二手房成交面积环比由正转负，同比降幅收窄；新房库存面积同环比均下降；一、二、三四线城市新房库存面积去化周期环比均下降，一、二、三四线城市新房库存面积去化周期同比均上升。

1.1 重点城市新房成交情况跟踪

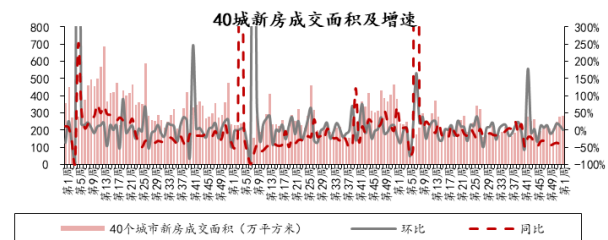
本周40个城市新房成交套数为2.8万套，环比上升8.1%、环比涨幅收窄，同比下降17.3%、同比降幅收窄；新房成交面积为281.9万平方米，环比上升0.5%、环比涨幅收窄，同比下降21.5%、同比降幅收窄。分城市能级来看，一、二、三四线城市新房成交套数分别为0.9、1.3、0.5万套，环比增速分别为51.8%、-3.1%、-10.1%，同比增速分别为-3.9%、-26.3%、-10.5%。一、二、三四线城市新房成交面积分别为93.0、154.4、34.5万平方米，环比增速分别为51.9%、-7.2%、-34.7%，同比增速分别为0.5%、-22.9%、-54.7%。

图表 1. 40个城市新房成交套数为2.8万套，环比上升8.1%，同比下降17.3%



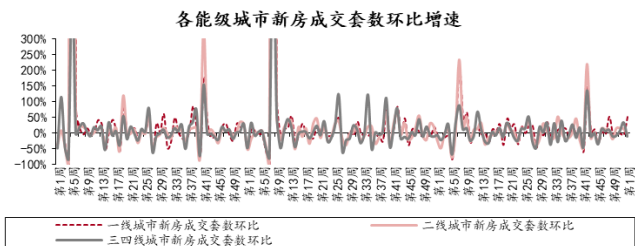
资料来源：同花顺、中银证券

图表 2. 新房成交面积为281.9万平方米，环比上升0.5%，同比下降21.5%



资料来源：同花顺、中银证券

图表 3. 一、二、三四线城市新房成交套数环比增速分别为51.8%、-3.1%、-10.1%



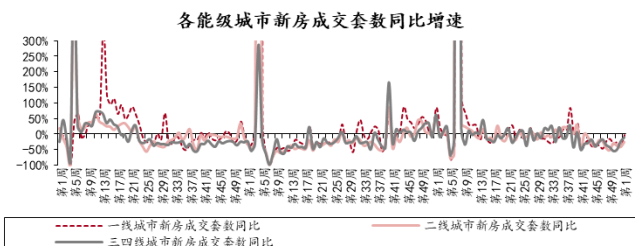
资料来源：同花顺、中银证券

图表 4. 一、二、三四线城市新房成交面积环比增速分别为51.9%、-7.2%、-34.7%



资料来源：同花顺、中银证券

图表 5. 一、二、三四线城市新房成交套数同比增速分别为-3.9%、-26.3%、-10.5%



资料来源：同花顺、中银证券

图表 6. 一、二、三四线城市新房成交面积同比增速分别为0.5%、-22.9%、-54.7%



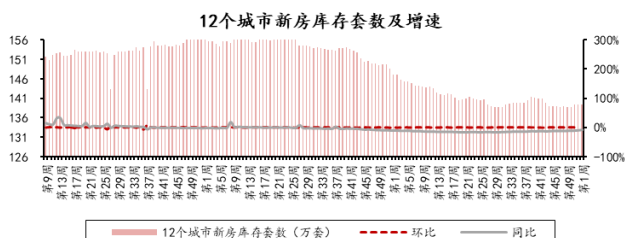
资料来源：同花顺、中银证券

1.2 重点城市新房库存情况跟踪

12个城市新房库存套数为139.3万套，环比增速为-0.004%，同比增速为-9.3%，一、二、三四线城市新房库存套数分别为56.6、78.0、4.7万套，环比增速分别为0.2%、-0.1%、-0.2%，同比增速分别为-9.5%、-10.9%、1.3%。四座一线城市北京、上海、广州、深圳的新房库存套数分别为31.4、6.3、14.1、4.9万套，北京、上海、广州、深圳的环比增速分别为1.0%、-0.8%、0.6%、-4.6%，北京、上海、广州、深圳的同比增速分别为-11.2%、-2.7%、-0.2%、-27.0%。

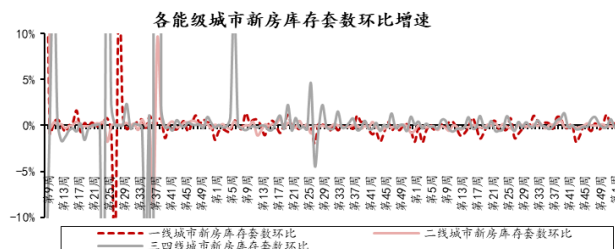
在新房库存套数去化周期方面，12个城市新房库存套数去化周期为16.3个月，环比下降0.6个月，同比上升3.2个月。一、二、三四线城市新房库存套数去化周期分别为16.9、12.1、80.3个月，一、二、三四线城市环比分别下降0.7、0.2、3.4个月，一、二、三四线城市同比分别上升3.1、2.4、42.7个月。四座一线城市北京、上海、广州、深圳的新房库存套数去化周期分别为36.8、6.6、10.7、21.9个月，北京、广州、深圳环比分别下降2.3、0.6、3.7个月，上海环比上升0.02个月，北京、上海、广州、深圳同比分别上升5.3、0.9、1.4、13.0个月。

图表 7. 12个城市新房库存套数为139.3万套，环比增速为-0.004%，同比增速为-9.3%



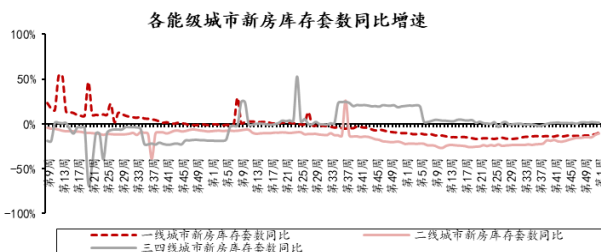
资料来源：同花顺、中银证券

图表 8. 一、二、三四线城市新房库存套数环比增速分别为0.2%、-0.1%、-0.2%



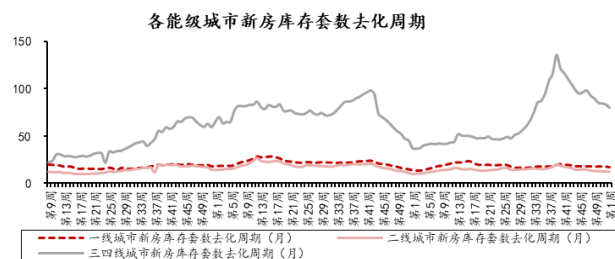
资料来源：同花顺、中银证券

图表 9. 一、二、三四线城市新房库存套数同比增速分别为-9.5%、-10.9%、1.3%



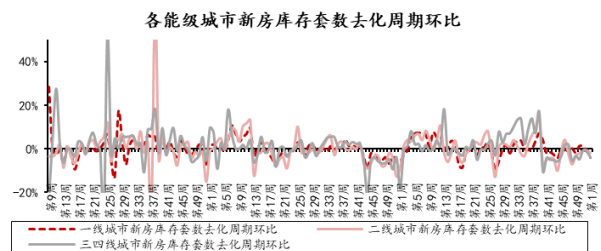
资料来源：同花顺、中银证券

图表 10. 一、二、三四线城市新房库存套数去化周期分别为16.9、12.1、80.3个月



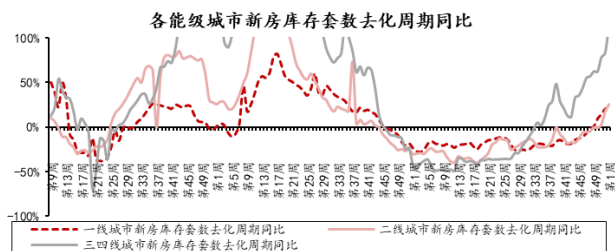
资料来源：同花顺、中银证券

图表 11. 一、二、三四线城市新房库存套数去化周期环比增速分别为-4.2%、-1.9%、-4.0%



资料来源：同花顺、中银证券

图表 12. 一、二、三四线城市新房库存套数去化周期同比增速分别为22.5%、25.1%、113.8%

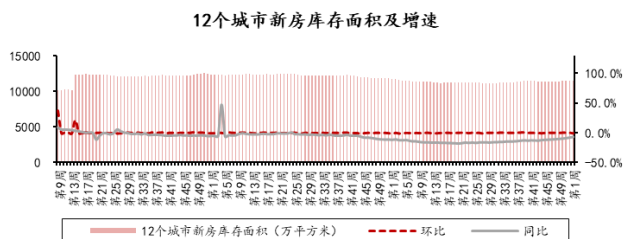


资料来源：同花顺、中银证券

12个城市新房库存面积为11398万平方米，环比增速为-0.7%，同比增速为-7.0%。一、二、三四线城市新房库存面积分别为5987、4840、571万平米，一、二、三四线城市环比增速分别为-1.1%、-0.3%、-0.2%，同比增速分别为-9.2%、-5.4%、3.4%。

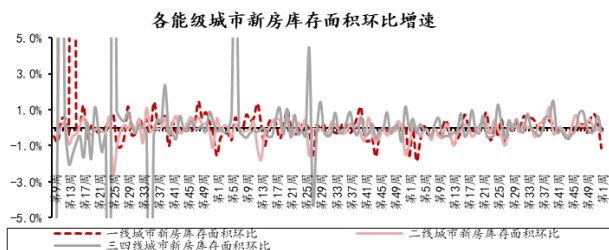
在新房库存面积去化周期方面，12个城市新房库存面积去化周期为16.2个月，环比下降1.6个月，同比上升4.3个月。一、二、三四线城市新房库存面积去化周期分别为17.5、12.4、65.8个月，一、二、三四线城市环比分别下降2.2、0.8、4.9个月，一、二、三四线城市同比分别上升4.5、3.1、34.1个月。

图表 13. 12个城市新房库存面积为11398万平方米，环比增速为-0.7%，同比增速为-7.0%



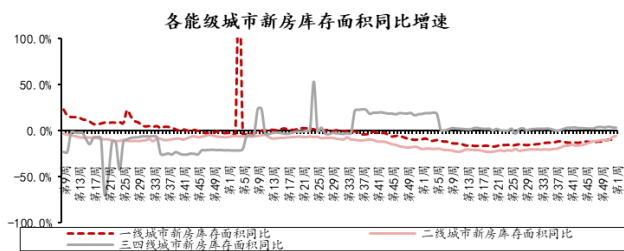
资料来源：同花顺、中银证券

图表 14. 一、二、三四线城市新房库存面积环比增速分别为-1.1%、-0.3%、-0.2%



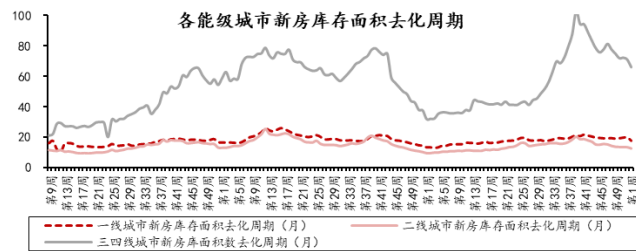
资料来源：同花顺、中银证券

图表 15. 一、二、三四线城市新房库存面积同比增速分别为-9.2%、-5.4%、3.4%



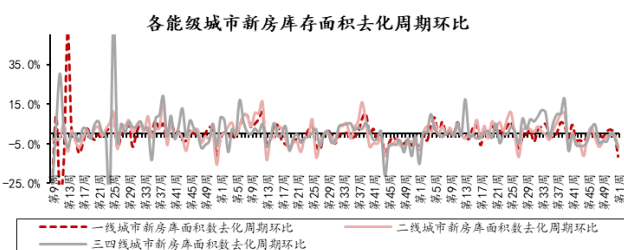
资料来源：同花顺、中银证券

图表 16. 一、二、三四线城市新房库存面积去化周期分别为17.5、12.4、65.8个月



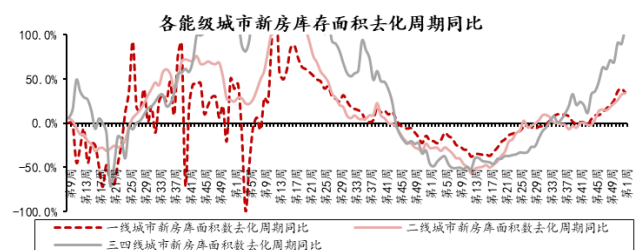
资料来源：同花顺、中银证券

图表 17. 一、二、三四线城市新房库存面积去化周期环比增速分别为-11.2%、-6.3%、-7.0%



资料来源：同花顺、中银证券

图表 18. 一、二、三四线城市新房库存面积去化周期同比增速分别为34.6%、33.9%、107.9%

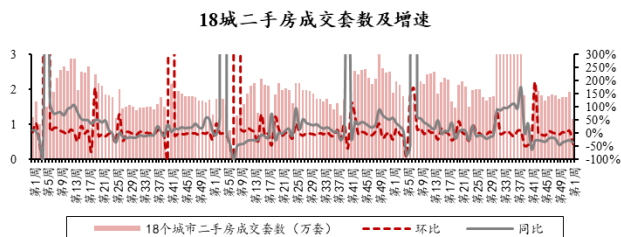


资料来源：同花顺、中银证券

1.3 重点城市二手房成交情况跟踪

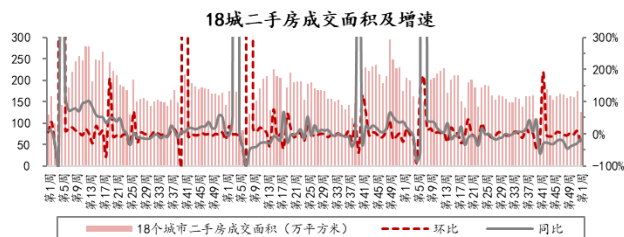
本周18个城市二手房成交套数为1.2万套，环比下降40.6%，同比下降35.7%；成交面积为126.2万平方米，环比下降28.0%，同比下降15.9%。从各城市能级来看，一、二、三四线城市二手房成交套数分别为0.4、0.5、0.2万套，环比增速分别为-20.2%、-48.2%、-47.4%，同比增速分别为-23.8%、-50.5%、-13.1%；一、二、三四线城市成交面积分别为37.8、65.2、23.2万平方米，一、二、三四线城市环比增速分别为-20.0%、-22.8%、-46.7%，同比增速分别为-26.1%、-5.5%、-11.1%。

图表 19. 18 个城市二手房成交套数为 1.2 万套，环比下降 40.6%，同比下降 35.7%



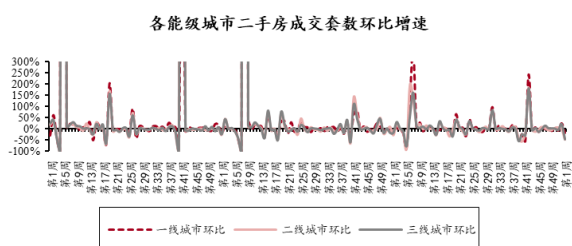
资料来源：同花顺、中银证券

图表 20. 18 个城市二手房成交面积为 126.2 万平方米，环比下降 28.0%，同比下降 15.9%



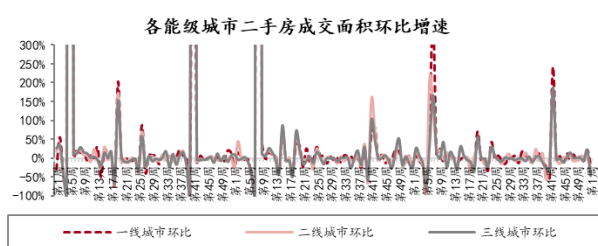
资料来源：同花顺、中银证券

图表 21. 一、二、三四线城市二手房成交套数环比增速分别为-20.2%、-48.2%、-47.4%



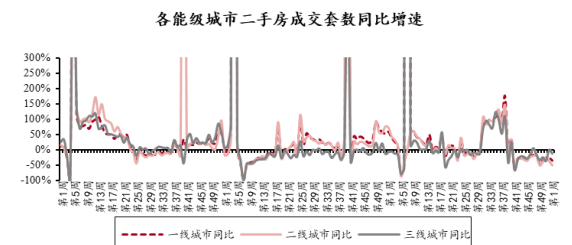
资料来源：同花顺、中银证券

图表 22. 一、二、三四线城市二手房成交面积环比增速分别为-20.0%、-22.8%、-46.7%



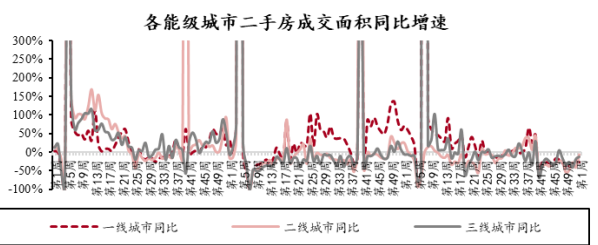
资料来源：同花顺、中银证券

图表 23. 一、二、三四线城市二手房成交套数同比增速分别为-23.8%、-50.5%、-13.1%



资料来源：同花顺、中银证券

图表 24. 一、二、三四线城市二手房成交面积同比增速分别为-26.1%、-5.5%、-11.1%



资料来源：同花顺、中银证券

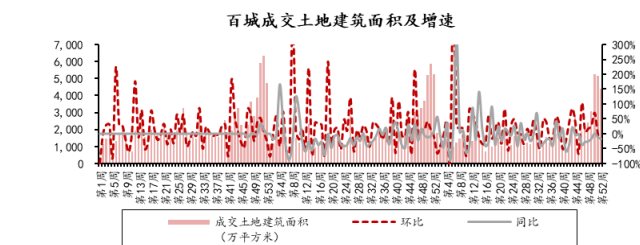
2 百城土地市场跟踪

土地市场方面，我们选取 2025 年第 52 周（12 月 22 日-12 月 28 日）的数据，土地市场同环比均量跌价涨。从城市能级来看，一线城市环比量跌价涨、同比量价齐涨，二线城市环比量涨价跌、同比量跌价涨，三线城市同环比均量价齐跌；一线城市溢价率同环比均下降，二、三线城市溢价率同环比均上升。

2.1 百城成交土地（全类型）市场情况跟踪

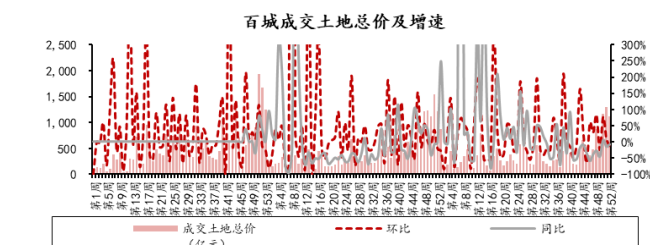
百城全类型成交土地规划建筑面积为 4375.0 万平方米，环比下降 15.4%，同比下降 16.5%；成交土地总价为 1113.6 亿元，环比下降 14.1%，同比下降 8.5%；成交土地楼面均价为 2545.5 元/平，环比上升 1.6%，同比上升 9.5%；百城成交土地溢价率为 8.7%，环比上升 7.3 个百分点，同比上升 6.9 个百分点。

图表 25. 百城成交土地规划建筑面积为 4375.0 万平方米，环比下降 15.4%，同比下降 16.5%



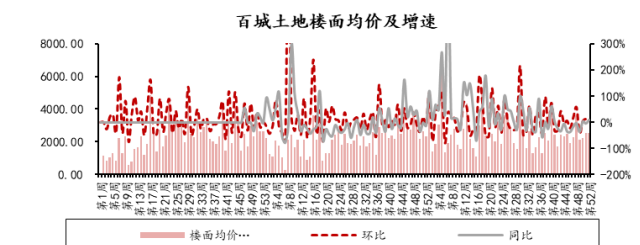
资料来源：中指院、中银证券

图表 26. 百城成交土地总价为 1113.6 亿元，环比下降 14.1%，同比下降 8.5%



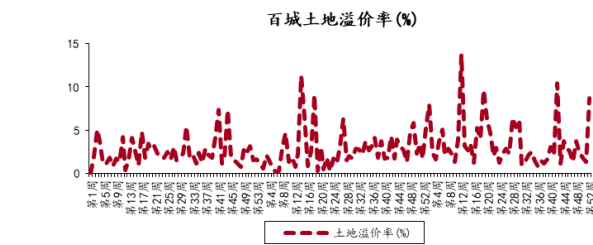
资料来源：中指院、中银证券

图表 27. 百城成交土地楼面均价为 2545.5 元/平，环比上升 1.6%，同比上升 9.5%



资料来源：中指院、中银证券

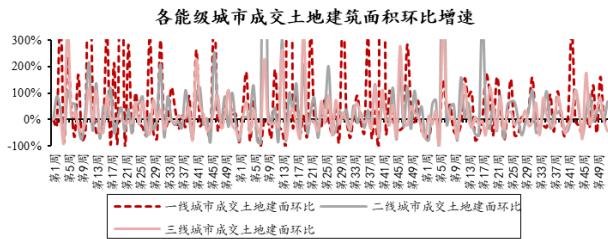
图表 28. 百城成交土地溢价率为 8.7%，环比上升 7.3 个百分点，同比上升 6.9 个百分点



资料来源：中指院、中银证券

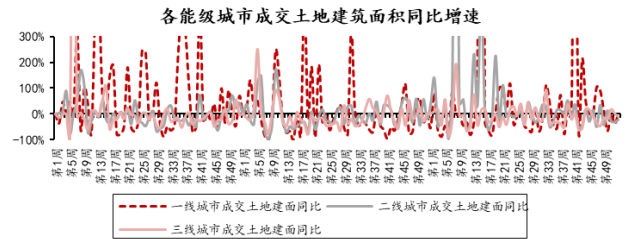
从城市能级来看，一、二、三线城市成交土地规划建筑面积分别为 250.9、2118.0、2006.1 万平方米，一、二、三线城市环比增速分别为-3.9%、67.4%、-45.0%，同比增速分别为 2.4%、-23.4%、-10.0%；一、二、三线城市成交土地总价分别为 138.2、620.2、355.2 亿元，一、二、三线城市环比增速分别为 10.2%、45.7%、-52.3%，同比增速分别为 132.6%、-13.3%、-19.9%；一、二、三线城市平均楼面价分别为 5508.9、2928.3、1770.6 元/平，一、二、三线城市环比增速分别为 14.7%、-13.0%、-13.3%，同比增速分别为 127.1%、13.2%、-11.0%；一、二、三线城市平均土地溢价率分别为 0.1%、7.5%、9.7%，一线城市环比下降 0.6 个百分点、二线城市环比上升 6.8 个百分点、三线城市环比上升 8.1 个百分点，一线城市同比下降 0.2 个百分点、二线城市同比上升 6.2 个百分点、三线城市同比上升 7.6 个百分点。

图表 29. 一、二、三线城市成交土地规划建筑面积环比增速分别为-3.9%、67.4%、-45.0%



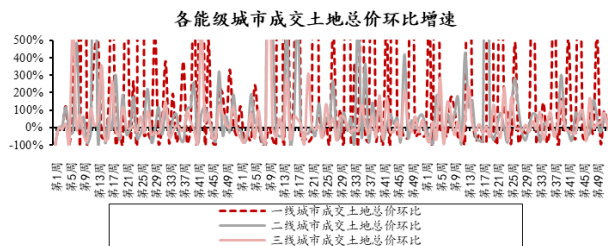
资料来源：中指院、中银证券

图表 30. 一、二、三线城市成交土地规划建筑面积同比增速为 2.4%、-23.4%、-10.0%



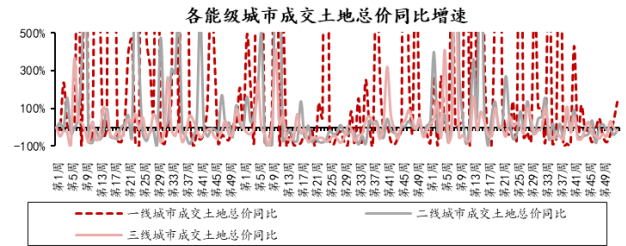
资料来源：中指院、中银证券

图表 31. 一、二、三线城市成交土地总价环比增速分别为 10.2%、45.7%、-52.3%



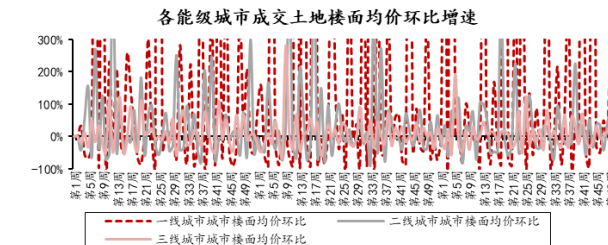
资料来源：中指院、中银证券

图表 32. 一、二、三线城市成交土地总价同比增速分别为 132.6%、-13.3%、-19.9%



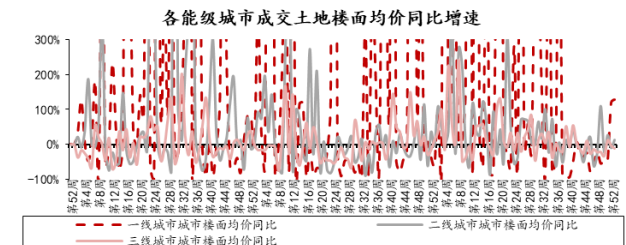
资料来源：中指院、中银证券

图表 33. 一、二、三线城市成交土地楼面均价环比增速分别为 14.7%、-13.0%、-13.3%



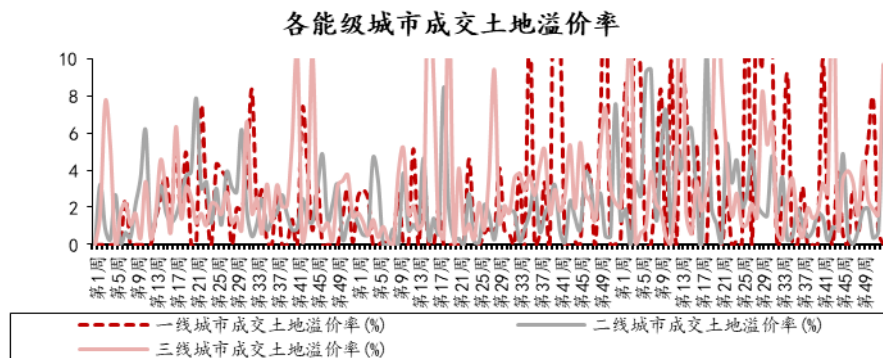
资料来源：中指院、中银证券

图表 34. 一、二、三线城市成交土地楼面均价同比增速分别为 127.1%、13.2%、-11.0%



资料来源：中指院、中银证券

图表 35. 一、二、三线城市平均土地溢价率分别为 0.1%、7.5%、9.7%

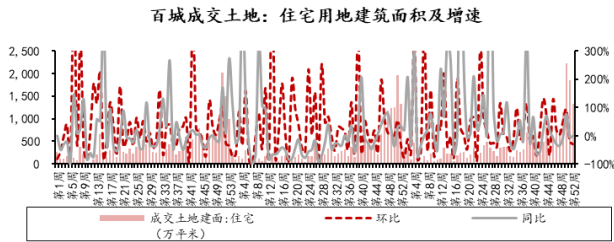


资料来源：中指院、中银证券

2.2 百城成交土地（住宅类）市场情况跟踪

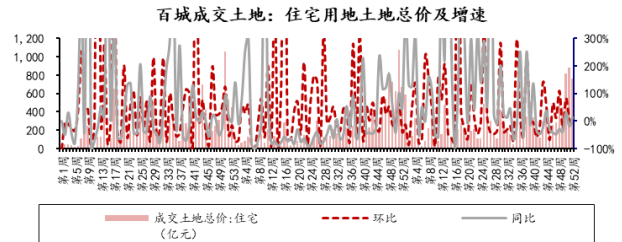
百城成交住宅土地规划建筑面积为 1326.5 万平方米，环比下降 28.6%，同比上升 0.1%；成交住宅土地总价为 757.6 亿元，环比下降 13.7%，同比上升 13.7%；成交住宅土地楼面均价为 5711.2 元/平方米，环比上升 20.9%，同比上升 13.6%；百城成交住宅类用地溢价率为 2.2%，环比上升 0.7 个百分点，同比上升 0.8 个百分点。

图表 36. 百城成交住宅土地规划建筑面积为 1326.5 万平方米，环比下降 28.6%，同比上升 0.1%



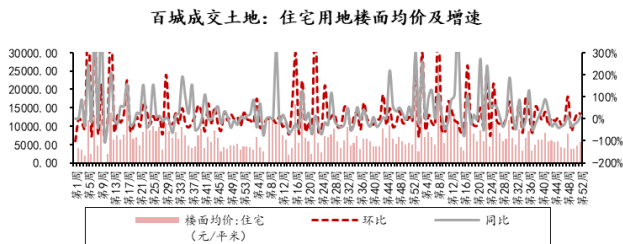
资料来源：中指院、中银证券

图表 37. 百城成交住宅土地总价为 757.6 亿元，环比下降 13.7%，同比上升 13.7%



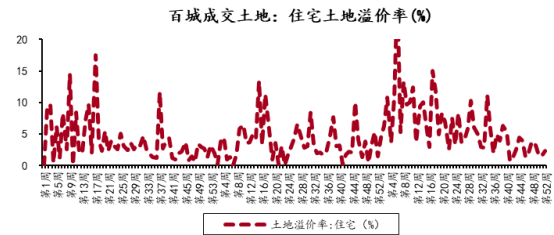
资料来源：中指院、中银证券

图表 38. 百城成交住宅土地楼面均价为 5711.2 元/平方米，环比上升 20.9%，同比上升 13.6%



资料来源：中指院、中银证券

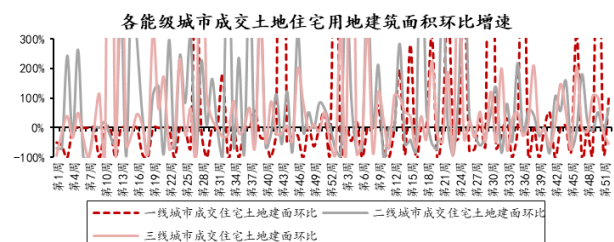
图表 39. 百城成交住宅类用地溢价率为 2.2%，环比上升 0.7 个百分点，同比上升 0.8 个百分点



资料来源：中指院、中银证券

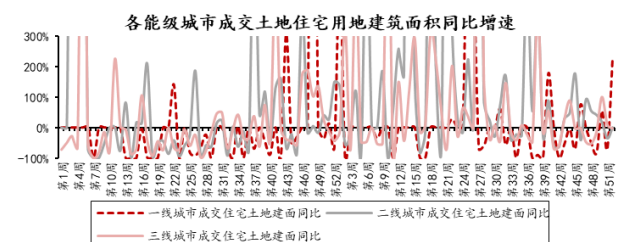
从不同城市能级的住宅类土地市场情况来看，本周一、二、三线城市住宅类成交土地建筑面积分别为 28.4、614.4、683.7 万平米，一、二、三线城市环比增速分别为 99.4%、66.5%、-53.6%，一、二、三线城市同比增速分别为 227.5%、0.1%、-2.7%；一、二、三线城市住宅类成交土地总价分别为 109.3、404.6、243.7 亿元，一、二、三线城市环比增速分别为 128.9%、51.0%、-56.7%，一、二、三线城市同比增速分别为 437.5%、8.1%、-10.3%；一、二、三线城市住宅类平均楼面价分别为 38438、6586、3564 元/平，一、二、三线城市环比增速分别为 14.8%、-9.3%、-6.5%，一、二、三线城市同比增速分别为 64.1%、8.0%、-7.9%；一、二、三线城市平均住宅类成交土地溢价率分别为 0.3%、4.7%、0.7%，一线城市环比下降 4.5 个百分点，二线城市环比上升 2.5 个百分点，三线城市环比下降 0.3 个百分点，一线城市同比上升 0.3 个百分点、二线城市同比上升 3.0 个百分点、三线城市同比下降 0.6 个百分点。

图表 40. 一、二、三线城市住宅类用地成交土地规划建筑面积环比增速分别为 99.4%、66.5%、-53.6%



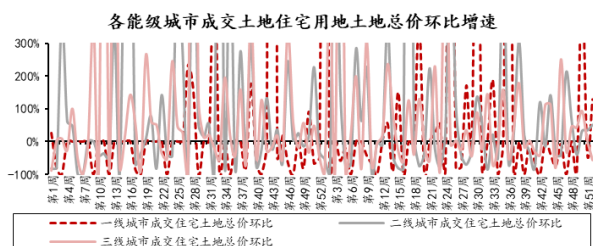
资料来源：中指院、中银证券

图表 41. 一、二、三线城市住宅类用地成交土地规划建筑面积同比增速分别为 227.5%、0.1%、-2.7%



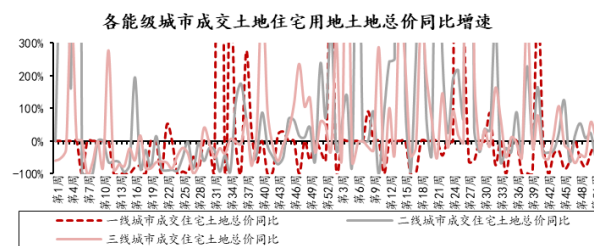
资料来源：中指院、中银证券

图表 42. 一、二、三线城市住宅成交土地总价环比增速分别为 128.9%、51.0%、-56.7%



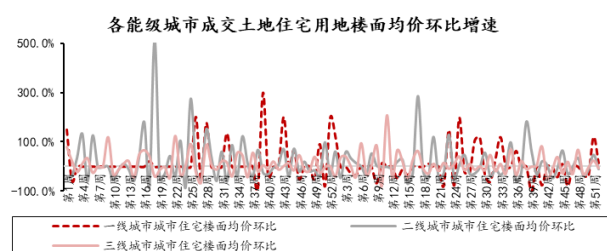
资料来源：中指院、中银证券

图表 43. 一、二、三线城市住宅成交土地总价同比增速分别为 437.5%、8.1%、-10.3%



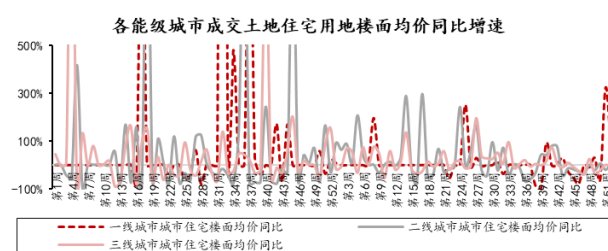
资料来源：中指院、中银证券

图表 44. 一、二、三线城市住宅成交楼面均价环比增速分别为 14.8%、-9.3%、-6.5%



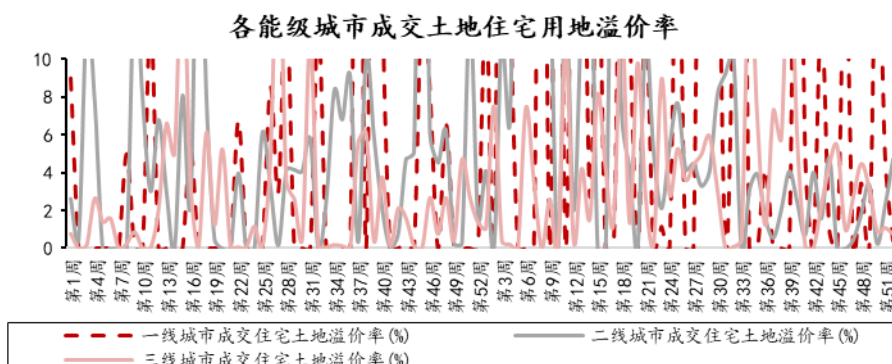
资料来源：中指院、中银证券

图表 45. 一、二、三线城市住宅成交楼面均价同比增速为 64.1%、8.0%、-7.9%



资料来源：中指院、中银证券

图表 46. 一、二、三线城市住宅类成交土地溢价率分别为 0.3%、4.7%、0.7%



资料来源：中指院、中银证券

3 本周行业政策梳理

中央

央行：发布《中国金融稳定报告（2025）》，报告提出将密切关注房地产市场及金融形势边际变化，稳妥有序完善房地产信贷基础性制度。

财政部：发布个人销售住房增值税新政，个人将购买不足 2 年的住房对外销售的，按照 3% 的征收率全额缴纳增值税；个人将购买 2 年以上的住房对外销售的，免征增值税。

地方

福建：福建省委经济工作会议在福州召开，提出深入实施福州、厦漳泉两大都市圈高质量建设行动。

广东韶关：出台巩固房地产市场稳定态势若干措施，提出对在市主城区购买新建商品住房、依法缴纳契税并落户的农业转移人口，对缴纳的契税给予全额财政补贴。

图表 47. 2026 年第 1 周大事件

类型	时间	内容
中央	2025/12/29	央行：发布《中国金融稳定报告（2025）》，报告提出将密切关注房地产市场及金融形势边际变化，稳妥有序完善房地产信贷基础性制度。
	2025/12/31	财政部：发布个人销售住房增值税新政，个人将购买不足 2 年的住房对外销售的，按照 3% 的征收率全额缴纳增值税；个人将购买 2 年以上的住房对外销售的，免征增值税。
地方	2025/12/29	福建：福建省委经济工作会议在福州召开，提出深入实施福州、厦漳泉两大都市圈高质量建设行动。
	2025/12/31	广东韶关：出台巩固房地产市场稳定态势若干措施，提出对在市主城区购买新建商品住房、依法缴纳契税并落户的农业转移人口，对缴纳的契税给予全额财政补贴。

资料来源：央行、财政部、各地政府官网、地产观点网、中银证券

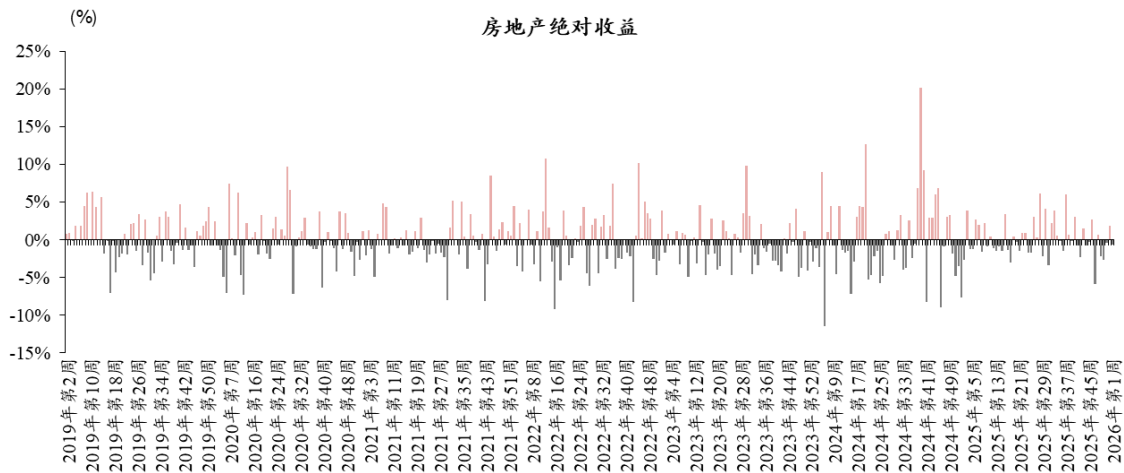
4 本周板块表现回顾

本周（2025 年 12 月 27 日-2025 年 12 月 31 日），在大盘表现方面，上证指数收于 3969 点，较上周上升 5.16 点，涨跌幅为 0.1%；创业板指收于 3203 点，较上周下降 40.70 点，涨跌幅为-1.3%；沪深 300 指数收于 4630 点，较上周下降 27.30 点，涨跌幅为-0.6%。

在行业板块表现方面，申万一级行业涨跌幅前三的行业依次为石油石化、国防军工、传媒，涨幅分别为 3.9%、3.1%、2.1%；涨跌幅靠后的行业依次为公用事业、食品饮料、电力设备，跌幅分别为-2.7%、-2.3%、-2.2%。

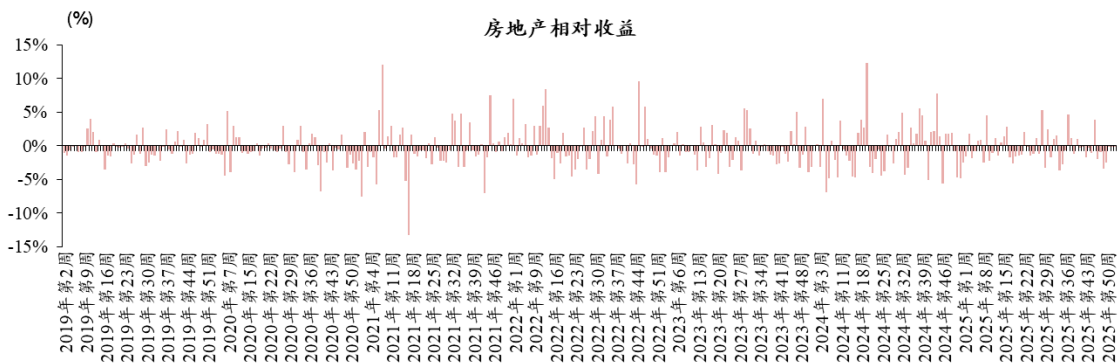
板块相对收益有所下降。房地产行业绝对收益为-0.7%，较上周下降 2.6pct，房地产行业相对收益（相对沪深 300）为-0.1%，较上周下降 0.1pct。房地产板块 PE 为 24.64X，较上周下降 0.04X。

图表 48. 房地产行业绝对收益为-0.7%，较上周下降 2.6 个百分点



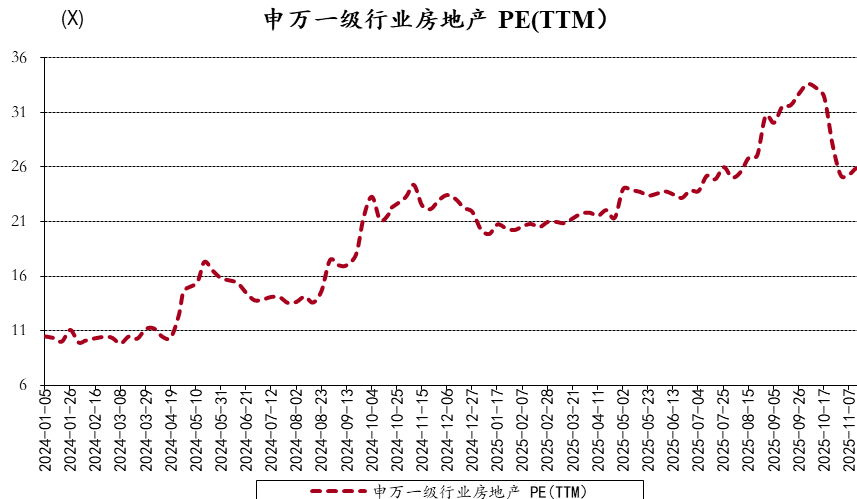
资料来源：同花顺、中银证券

图表 49. 房地产行业相对沪深 300 收益为-0.1%，较上周下降 0.1 个百分点



资料来源：同花顺、中银证券

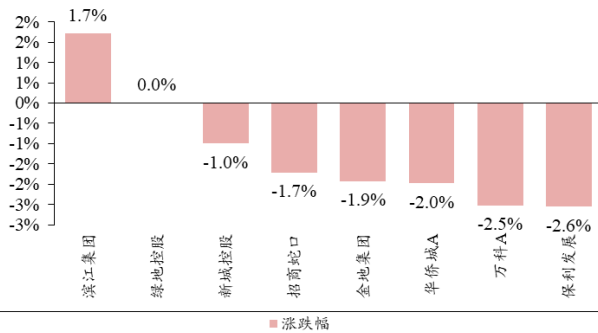
图表 50. 房地产板块 PE 为 24.64X，较上周下降 0.04X



资料来源：同花顺、中银证券

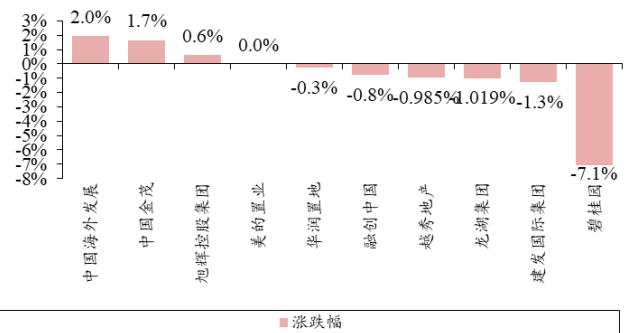
在我们重点跟踪房地产行业股票中，本周 A 股涨跌幅靠前的三家公司依次为滨江集团、绿地控股、新城控股，涨跌幅分别为 1.7%、0.0%、-1.0%，涨跌幅靠后的三家公司依次为保利发展、万科 A、华侨城 A，涨跌幅分别为-2.6%、-2.5%、-2.0%。港股涨跌幅靠前的三家公司依次为中国海外发展、中国金茂、旭辉控股集团，涨跌幅分别为 2.0%、1.7%、0.6%，涨跌幅靠后的三家公司依次为碧桂园、建发国际集团、龙湖集团，涨跌幅分别为-7.1%、-1.3%、-1.0%。

图表 51. A 股涨跌幅靠前的三家公司依次为滨江集团、绿地控股、新城控股



资料来源：同花顺、中银证券

图表 52. 港股涨跌幅靠前的三家公司依次为中国海外发展、中国金茂、旭辉控股集团



资料来源：同花顺、中银证券

5 本周重点公司公告

股权变动公告：沙河股份：公司拟以支付现金的方式购买深业鹏基（集团）有限公司持有的深圳晶华显示电子股份有限公司 70% 的股权。交易完成后，晶华电子将成为公司的控股子公司，纳入公司合并报表范围。**旭辉控股集团：**1) 附属公司北京旭辉与深圳盛钧签订出售协议，拟以 3.0 亿元出售天津和新 100% 股权；2) 附属公司宁波旭辉与深圳盛钧签订收购协议，拟以同等金额收购宁波海曙兴礼 50% 股权。**张江高科：**公司控股股东张江集团减持公司 1,548.7 万股股份，占公司总股本的 1%，减持完成后，张江集团累计持有股份 75,506.3 万股，占公司总股本的 48.8%。**上实发展：**上海市国资委将所持上实集团 100% 股权无偿划转给上海上实有限公司的全资子公司金钟国际控股有限公司，使上海上实及其一致行动人金钟控股间接控制上实发展 10.4 亿股股份，占比 56.2%。

图表 53. 2026 年第 1 周（2025 年 12 月 27 日-2026 年 1 月 2 日）重点公司公告汇总

公告类型	公司名称	公告内容
股权变动公告	沙河股份	公司拟以支付现金的方式购买深业鹏基（集团）有限公司持有的深圳晶华显示电子股份有限公司 70% 的股权。交易完成后，晶华电子将成为公司的控股子公司，纳入公司合并报表范围。
	旭辉控股集团	拟向投捷控股转让其持有的格力房产 100% 股权。交易对方以现金方式支付交易对价。
	张江高科	公司控股股东张江集团减持公司 1,548.7 万股股份，占公司总股本的 1%，减持完成后，张江集团累计持有股份 75,506.3 万股，占公司总股本的 48.8%。
	上实发展	上海市国资委将所持上实集团 100% 股权无偿划转给上海上实有限公司的全资子公司金钟国际控股有限公司，使上海上实及其一致行动人金钟控股间接控制上实发展 10.4 亿股股份，占比 56.2%。
	天保基建	公司控股股东天保控股解除质押 23,619.8 万股股份，占公司总股本的 21.3%，解除质押后，天保控股累计质押股份 0 股，占公司总股本的 0%。
	东百集团	公司控股股东丰琪投资解除质押 300.0 万股股份，占公司总股本的 0.3%，解除质押后，丰琪投资累计质押股份 30,476.0 万股，占公司总股本的 35.0%。

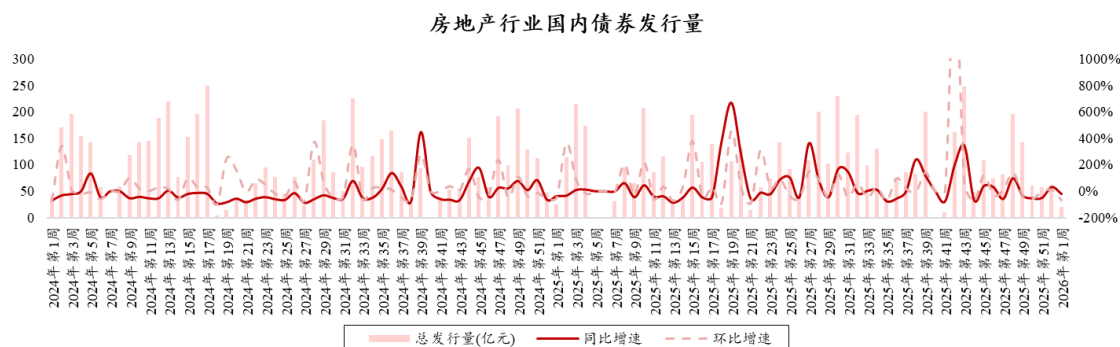
资料来源：公司公告、中银证券

6 本周房企债券发行情况

本周房企国内债券总发行量同环比均下降，总偿还量同环比均下降。2026 年第 1 周（2025 年 12 月 27 日-2026 年 1 月 2 日）房地产行业国内债券总发行量为 19.6 亿元，环比下降 68.5%，同比下降 20.2%（前值：32.0%）。总偿还量为 23.0 亿元，环比下降 69.7%，同比下降 45.1%（前值：5.7%）；净融资额为-3.3 亿元。

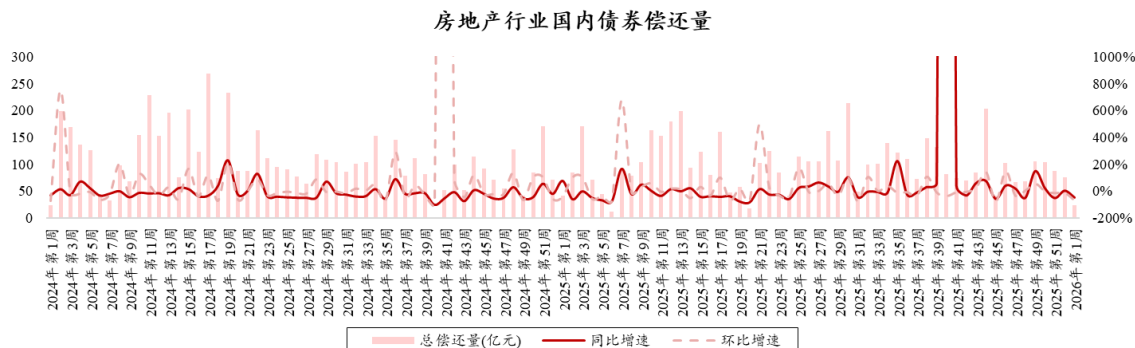
具体来看，本周债券发行量最大的房企为新盛集团、浦开集团、苏州高新，发行量分别为 14.9、5.7、4.0 亿元。本周债券偿还量最大的房企为新盛集团、天地源、成兴国投，偿还量分别为 22.1、9.0、5.3 亿元。

图表 54. 2026 年第 1 周房地产行业国内债券总发行量为 19.6 亿元，环比下降 68.5%，同比下降 20.2%



资料来源：同花顺、中银证券

图表 55. 2026 年第 1 周国内债券总偿还量为 23.0 亿元，环比下降 69.7%，同比下降 45.1%



资料来源：同花顺、中银证券

图表 56. 2026 年第 1 周房地产行业国内债券净融资额为-3.3 亿元



资料来源：同花顺、中银证券

图表 57. 本周债券发行量最大的房企为新盛集团、浦开集团、苏州高新，发行量分别为 14.9、5.7、4.0 亿元

发行日期	债券简称	发行人	发行人企业性质	发行总额(亿)	到期日期	债券类型
2025-12-23	25 徐州新盛 MTN001	新盛集团	地方国有企业	14.9	2035-01-06	中期票据
2025-12-25	25 浦东开发 SCP001	浦开集团	地方国有企业	5.7	2025-09-30	短期融资券
2025-12-23	25 苏州高技 SCP001	苏州高新	地方国有企业	4.0	2025-03-26	短期融资券

资料来源：同花顺、中银证券

图表 58. 本周债券偿还量最大的房企为新盛集团、天地源、成兴国投，偿还量分别为 22.1、9.0、5.3 亿元

偿还日期	债券简称	发行人	发行人企业性质	偿还类型	偿还量(亿)	发行利率(%)	债券类型
2022-01-04	22 徐州新盛 MTN001	新盛集团	地方国有企业	到期	20.0	3.2	中期票据
2021-12-28	21 天地一	天地源	地方国有企业	到期	9.0	7.5	公司债
2024-04-03	24 成兴国资 SCP001	成兴国投	地方国有企业	到期	5.3	2.7	短期融资券
2020-12-30	20 柳房债	柳州中房	地方国有企业	提前偿还	2.0	5.3	企业债
2020-08-31	20 徐州新盛 ABN001 优先 05	新盛集团	地方国有企业	到期	1.7	5.0	资产支持证券
2017-07-26	17 勒泰 A2	勒泰集团	外商投资	提前偿还	1.5	6.9	资产支持证券
2015-12-30	15 西咸管沟项目 NPB01	西咸新区鸿通卓越科技服务	地方国有企业	提前偿还	1.0	7.0	企业债
2019-12-25	19 栾川债 02	栾川天业投资	地方国有企业	提前偿还	0.8	6.3	企业债
2020-08-31	20 徐州新盛 ABN001 次	新盛集团	地方国有企业	到期	0.4	--	资产支持证券
2024-01-23	24 中企 A	中华企业	地方国有企业	提前偿还	0.1	3.0	资产支持证券
2019-12-11	广州港优	广州海港集团	地方国有企业	提前偿还	0.1	2.2	资产支持证券
2022-09-02	悦享 01 优	建发房地产	地方国有企业	提前偿还	0.04	3.5	资产支持证券

资料来源：同花顺、中银证券

7 投资建议

当前市场量价持续面临下行压力。我们认为，从“十五五”规划建议到中央经济工作会议对地产的表态都是要稳住房地产市场，推进制度完善。尽管当前防范地产及相关风险仍是首位，但房价的惯性下滑及不断蔓延的看跌预期可能会倒逼政策尽快出台。我们预计，今年一季度将会有适当的政策调整。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，在新消费时代下，提前布局新业态、新模式、新场景的商业地产公司，有望率先走出重围。

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：滨江集团、招商蛇口、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。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、大悦城、百联股份。

图表 59. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产 (元/股)
					2024A	2025E	2024A	2025E	
002244.SZ	滨江集团	买入	10.05	312.70	0.82	0.83	12.28	12.11	8.85
001979.SZ	招商蛇口	未有评级	8.64	778.99	0.45	0.48	19.29	17.91	12.31
0123.HK	越秀地产	买入	3.62	161.82	0.26	0.24	14.00	15.08	13.73
1908.HK	建发国际集团	买入	13.84	344.54	1.91	2.46	7.26	5.63	16.77
0119.HK	保利置业集团	买入	1.79	76.04	0.05	0.05	37.42	37.31	8.95
1209.HK	华润万象生活	未有评级	38.75	982.84	1.59	1.80	24.37	21.49	7.24
1972.HK	太古地产	未有评级	19.04	1218.28	-0.13	-0.13	-151.74	-145.03	45.11
0272.HK	瑞安房地产	未有评级	0.62	55.39	0.02	0.00	27.69	-	4.79
000031.SZ	大悦城	未有评级	2.82	120.87	-0.69	-0.24	-4.06	-11.64	2.47
600827.SH	百联股份	未有评级	8.99	160.40	0.88	0.26	10.23	34.32	11.02

资料来源：同花顺、中银证券

注：股价截止日12月31日，未有评级公司盈利预测来自同花顺一致预期。

8 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。

9 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中指院。

图表 60. 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、中指院、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