

2026年08月11日



2026年下半年展望： 总量无弹性关注结构，分化和政策是重点

分析师 金晶

执业证书编号：S0680522030001

邮箱：jinjing3@gszq.com

分析师 肖依依

执业证书编号：S0680523080005

邮箱：xiaoyiyi3664@gszq.com

分析师 周卓君

执业证书编号：S0680523070006

邮箱：zhouzhuojun@gszq.com

打造极致专业与效率

目录

1 2026H1基本面回顾

2 2026H1政策回顾

3 商业回顾与展望

4 2026H2展望与投资建议

1. 2026H1基本面回顾

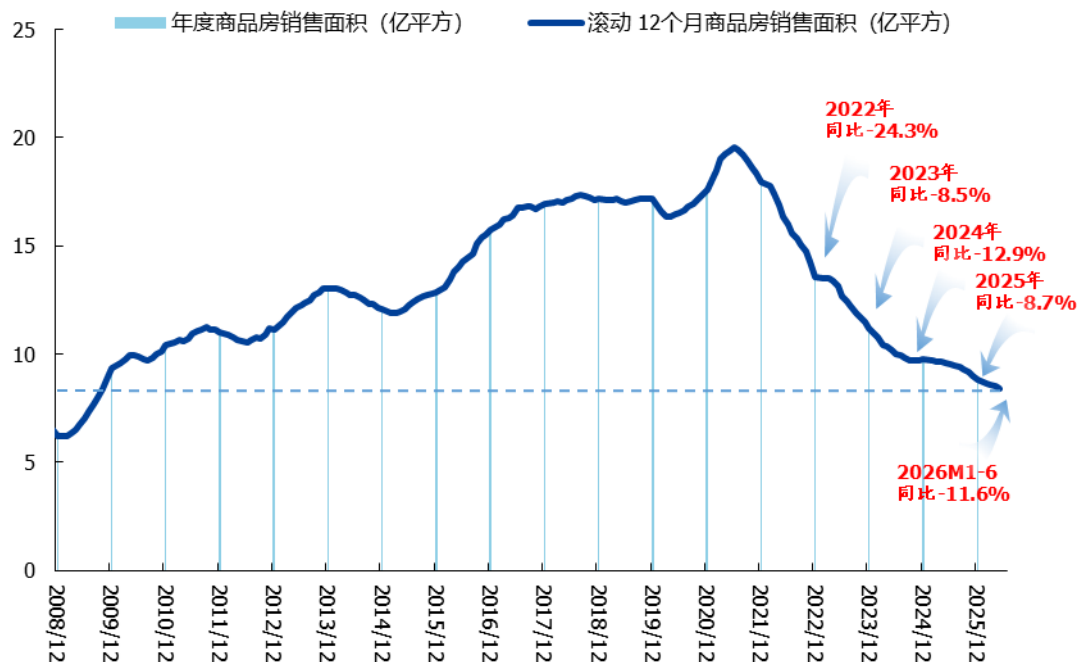
销售总量再下台阶，拿地低基数下继续萎缩

- 1、销售：2026H1新房成交总量再下一台阶，无总量只有结构
- 2、拿地：2026年土地成交量在低基数下继续萎缩
- 3、库存：狭义库存持续去化，去化周期小幅回落仍处高位区间
- 4、房企：拿地及供给侧出清明显，央国企仍是土地市场压舱石

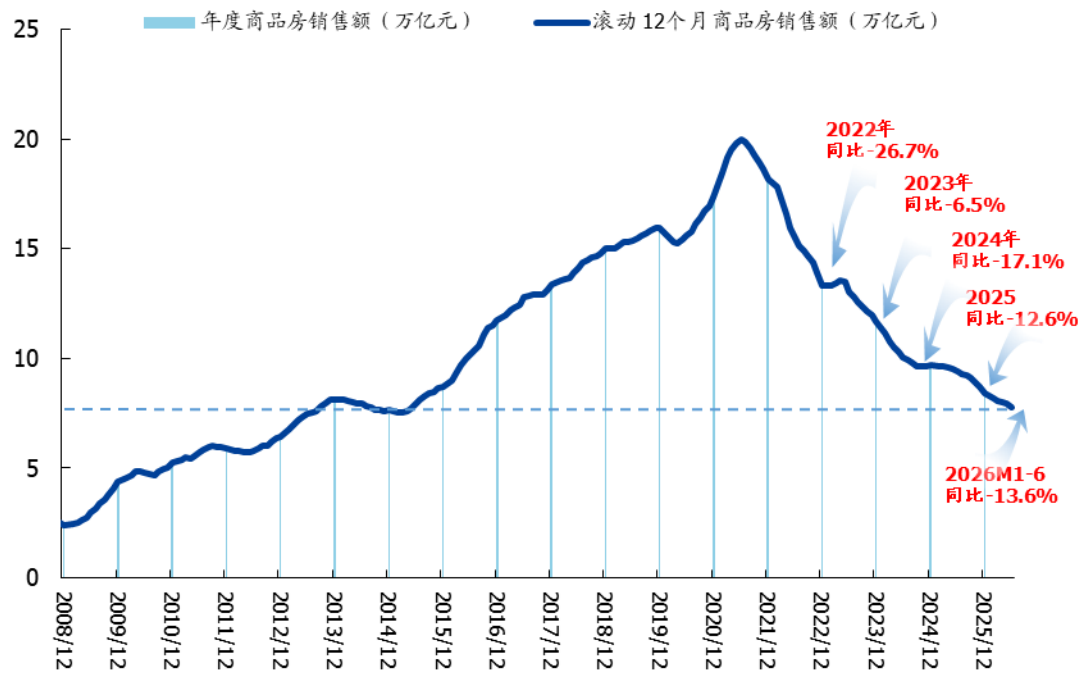
1.1销售：2026H1新房成交总量再下一台阶，无总量只有结构

- 全国商品房销售自2021年走过大周期拐点后进入长坡下行周期，逐年下台阶，以年为单位来看，每年只是台阶下的幅度大与小。2026年上半年新房延续下行趋势，全国商品房销售面积4亿方，同比-11.6%，已经回落到2009年左右的水平，相当于高点2021年同期的45%分位；销售金额3.8万亿元，同比-13.6%，已经回落到2014年的水平，相当于高点2021年同期的41%分位。
- 展望2026年下半年，由于上年同期基数较低，下半年的新房销售跌幅有望收窄，但综合看预计全年同比负增长，成交总量再下一个台阶。

图：全国商品房销售面积（滚动12个月累计值，单位：亿平方米）



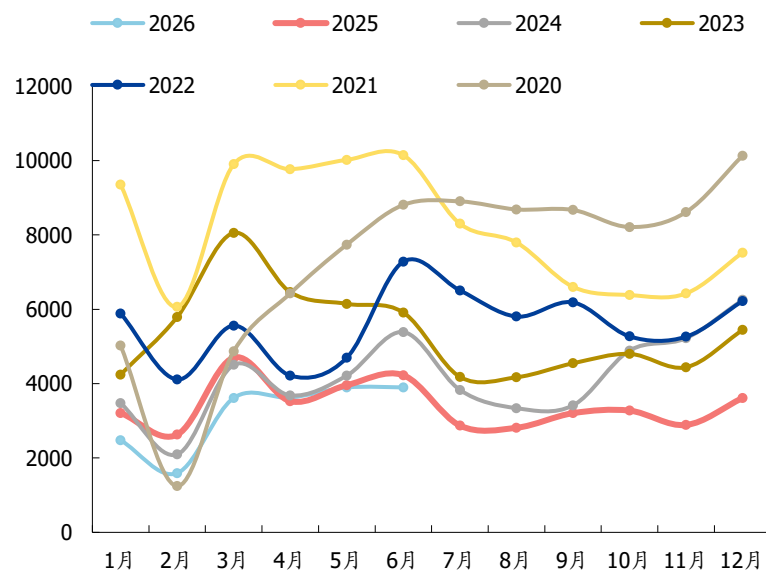
图：全国商品房销售金额（滚动12个月累计值，单位：万亿元）



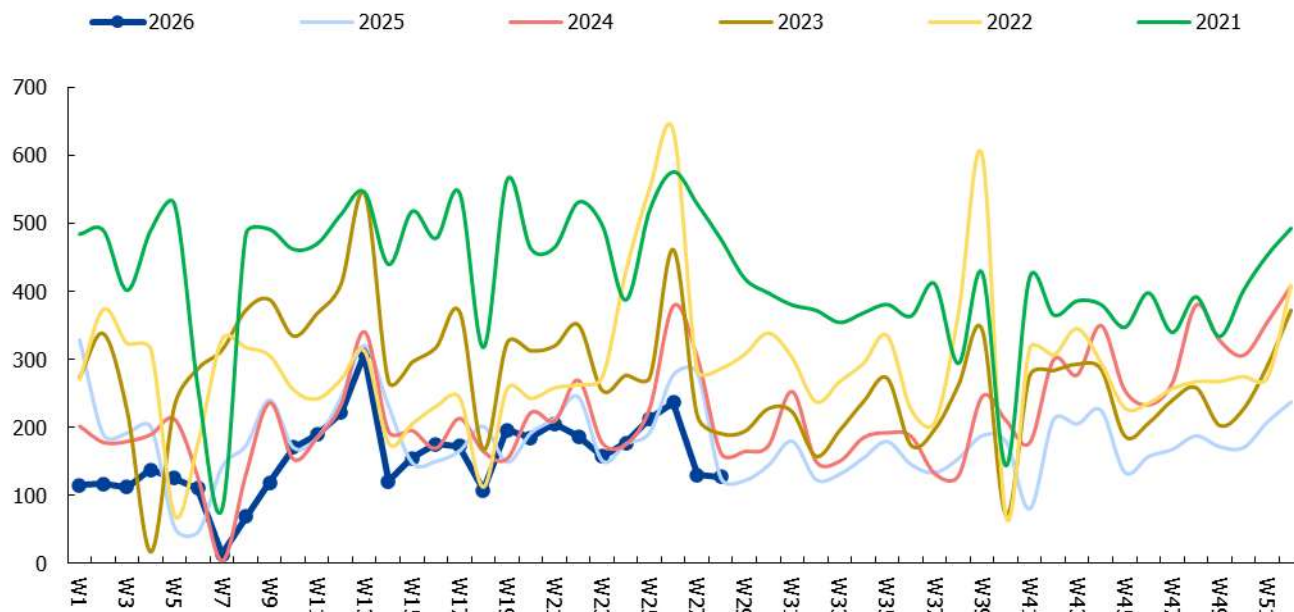
1.1销售：新房短线受新供应影响较大，同比降幅自二季度明显修复

- **上半年新房销售仍处于调整期，但同比降幅自Q2明显收窄，市场边际改善。**2026Q1因上年同期受2024年“924”政策余温影响基数较高，新房销量表现偏弱，全国117城销售金额同比-27.1%。进入Q2后随着新推盘的增加、基数降低，同比降幅显著收窄至2.5%，其中4、5月承接3月季节性热度，小阳春持续性好于上年同期，销售额环比分别为+0.3%、+7.5%，同比分别为+2.7%、-1.6%；6月开发商冲刺半年度业绩，成交平稳，环比持平，同比-7.7%。累计来看，上半年全国107城累计销售额同比降幅收窄至14.1%。
- 当前新房市场的成交由两块组成，新推盘和老库存。新房成交自W10出现周同比跌幅的显著收窄，我们认为最主要的原因在于，新推盘的逐步入市在供应端边际改善了一些。而老库存的去化仍然困难重重。也因此，如果不考虑政策因素，成交的弹性在于推盘的节奏和量。

图：117城商品住宅月度销售金额（亿元）



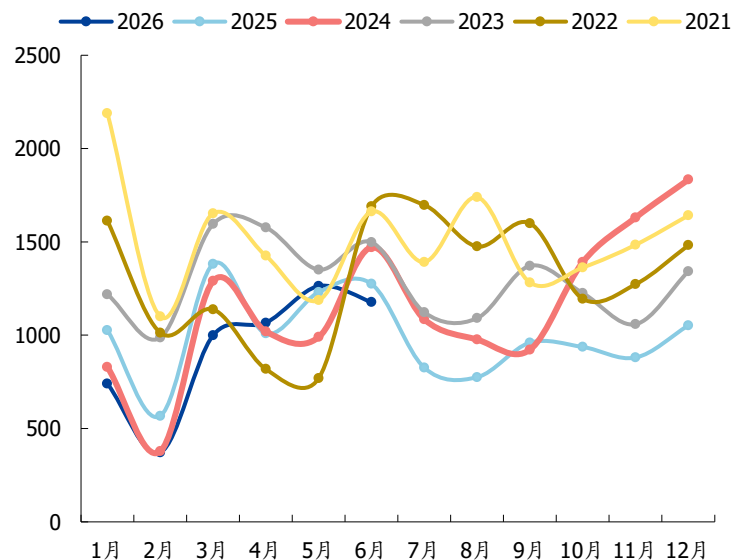
图：样本30城周度新房成交面积（万方）



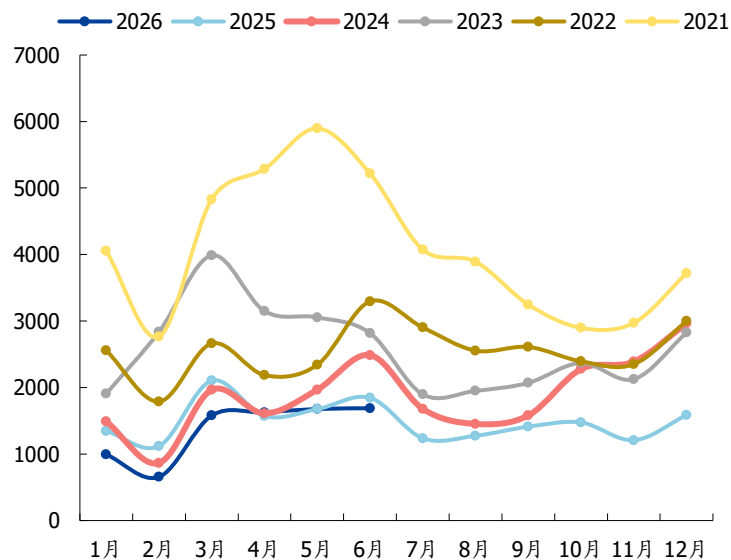
1.1销售：新房总量无弹性，机会在于结构分化

- 2026年上半年中指107个样本城市累计住宅销售金额为19106亿元，同比下降14.1%，较前值增长1.5pct。其中一线、二线、三线城市1-6月累计销售金额分别为5617、8225、5264亿元，同比分别为-13.4%、-14.9%、-13.7%。
- 2026年上半年中指107个样本城市累计住宅销售面积为10381万方，同比下降16.5%，较前值增长0.9pct。其中一线、二线、三线城市1-6月累计销售面积分别为1034、4777、4571万方，同比分别为-8.9%、-16.1%、-18.4%。

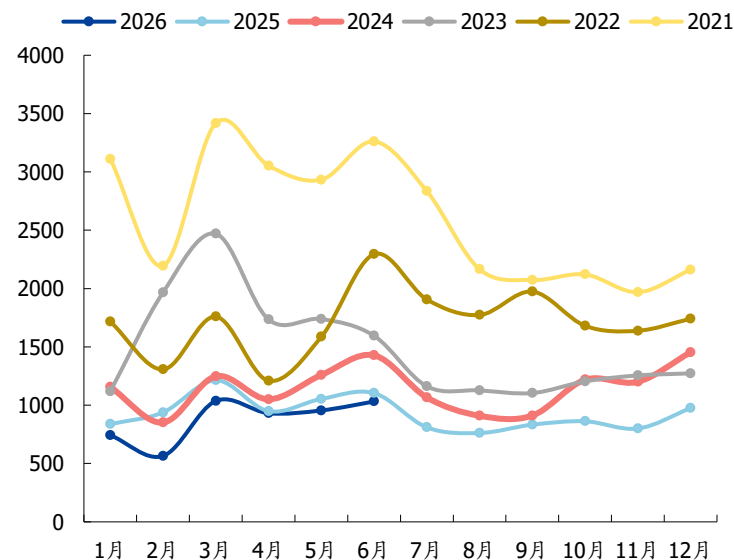
图：一线城市历年新房周度成交金额（亿元）



图：二线城市历年新房周度成交金额（亿元）



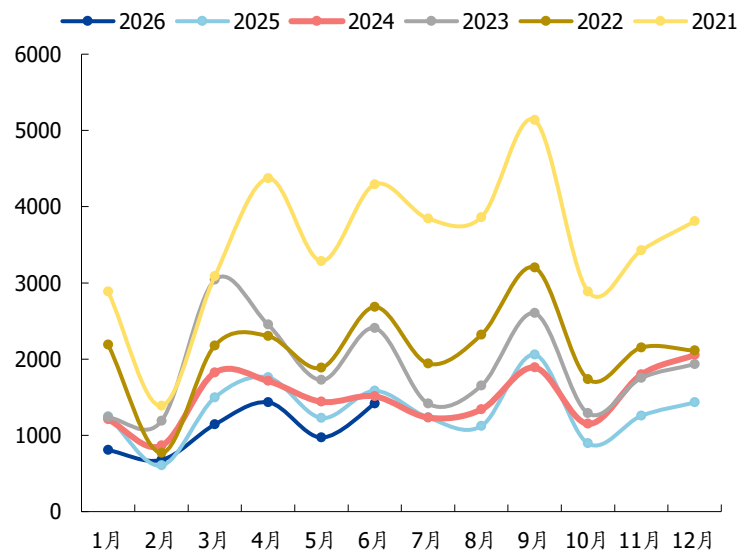
图：三线城市历年新房周度成交金额（亿元）



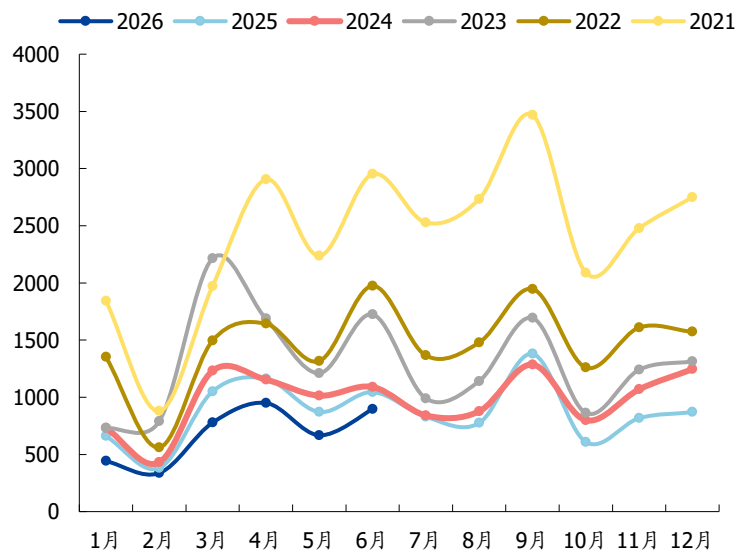
1.1销售：推盘能否持续跟上？不能持续，时有时少，新增供应约束

- 供应时而跟上，时而较弱。我们认为主要是因为今年目前为止的供应里面有一部分是原计划去年底今年初推的，推迟到了3、4月。而整个土地市场新增拿地从去年下半年开始至今整体比较低迷（参考报告的土地部分），新增供应端约束明显，也就是推盘供应无法长期跟上。上半年全国88城商品住宅累计批准上市面积为6448万方，同比下降18.6%，较前值增长2.0pct。其中一线、二线、三线城市累计上市面积分别为698、3374、2377万方，同比分别-19.5%、-21.6%、-13.6%。
- 基于推盘供应去推测2026年下半年，有供应的月份表现会强一些，而新增供应少的月份表现会弱一些。尽管2026年下半年对应的基数较低，但受制于新增供应的总量约束，不足以跑出很强的销售，故而2026年全年新房销售同比大概率收负，仅仅是下半年同比跌幅收窄。

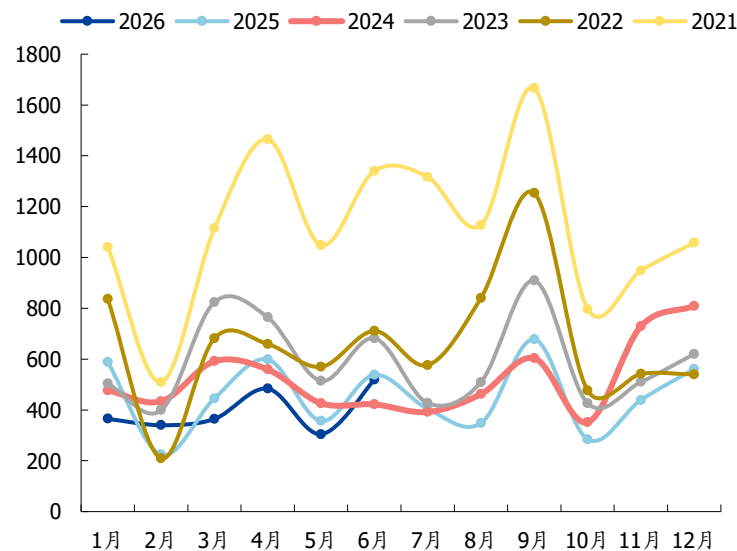
图：全国88城新房供应面积（万方）



图：一二线城市新房供应面积（万方）



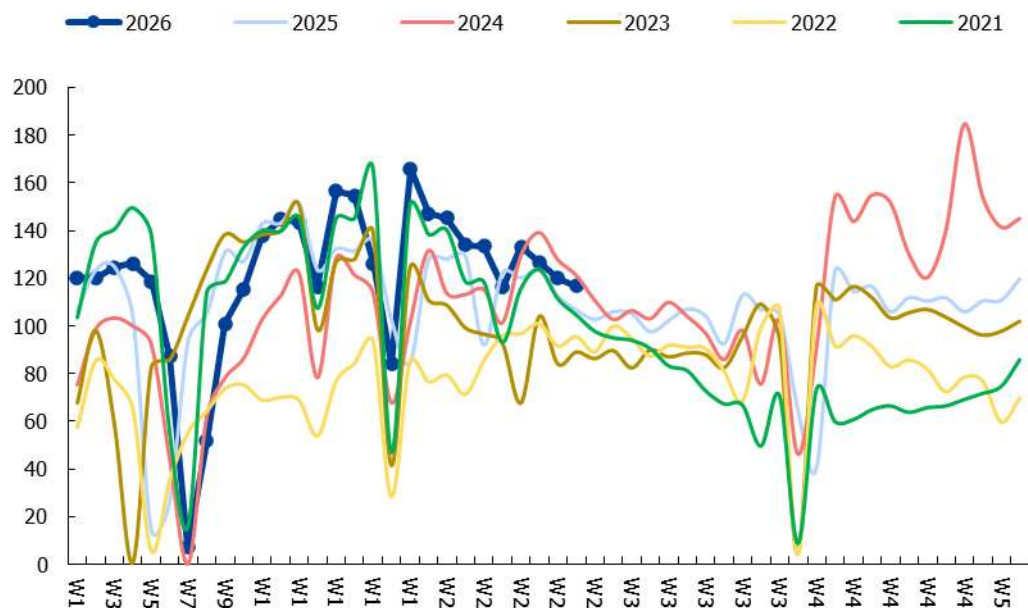
图：三线城市新房供应面积（万方）



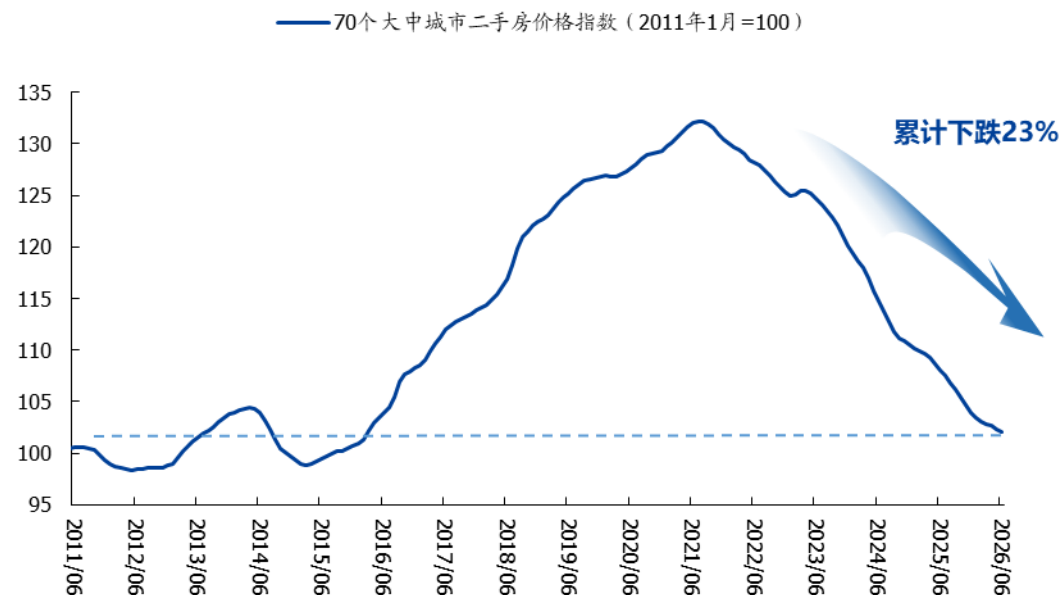
1.1销售：二手房成交量始终处于整体高位，而内核仍然是分化

- **成交量：**我们认为，楼市大拐点过后，二手房成交量会趋势性的放大，其背后的主因一方面是因为新房成交下去，另一方面二手房存量的盘子在逐年变大，再乘以一定换手率，也因此二手房成交量始终是在历史高位。2026年小阳春成交的良好势头结束的比2025年年更晚一些，2026年上半年14城累计成交面积同比增长4.5%，虽然交易总量相较于四五年前始终在高位，但是价格下跌导致二手房交易总金额承压。由于我国没有全面征收房产税，二手房市场不是仅仅讨论相对高位的量就够了，最重要的是价格。后续关注置换链条是否有效打通。从目前看到的数据来看，上海的二手市场也是非常分化，严格来说置换链条并没有很好的打开。
- **成交价：**二手房价格在小阳春时期小幅环比上涨或者持平非常常见，真正考验市场的是成交淡季的价格。从当前趋势很明显可以看出，二手房市场的结构性，城市和城市之间差距很大，出挑的城市数量极少，主要是上海。根据统计局70个大中城市价格指数，6月二手房价格同比-5.6%，环比-0.3%，其中一线、二线、三线城市的同比跌幅分别为-4.9%、-5.4%、-6%，跌幅较1月分别收窄2.7pct、0.8pct、0.1pct，一线去年同期基数更低使同比跌幅收窄更快。

图：14城历年二手商品住宅周度成交面积（万方）



图：70个大中城市二手房价格指数

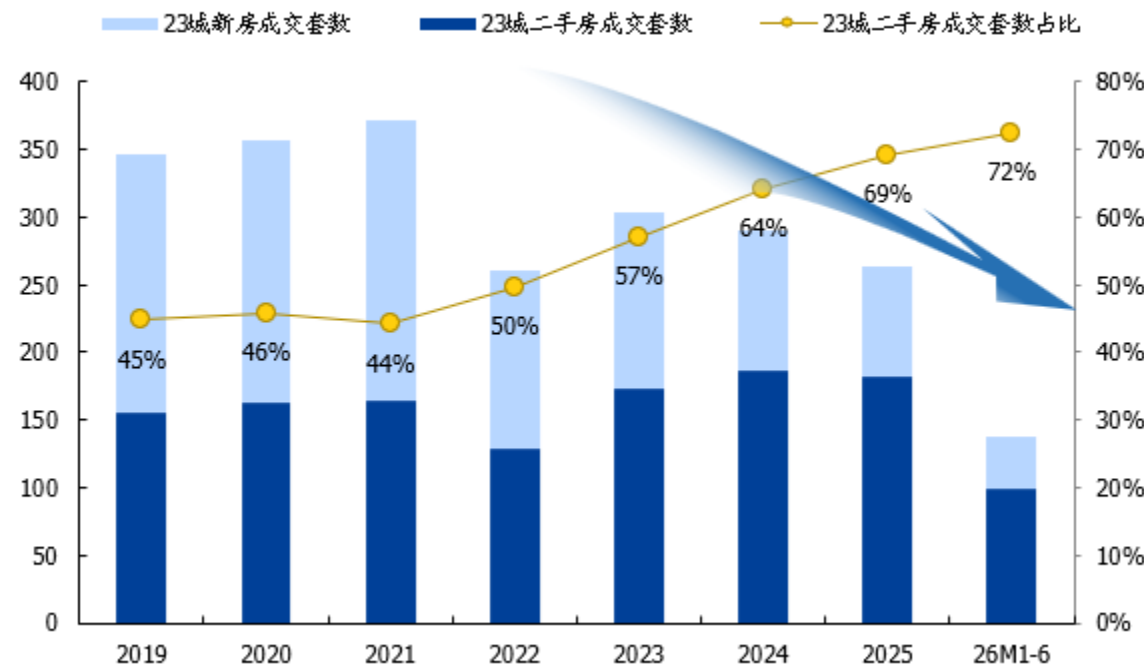
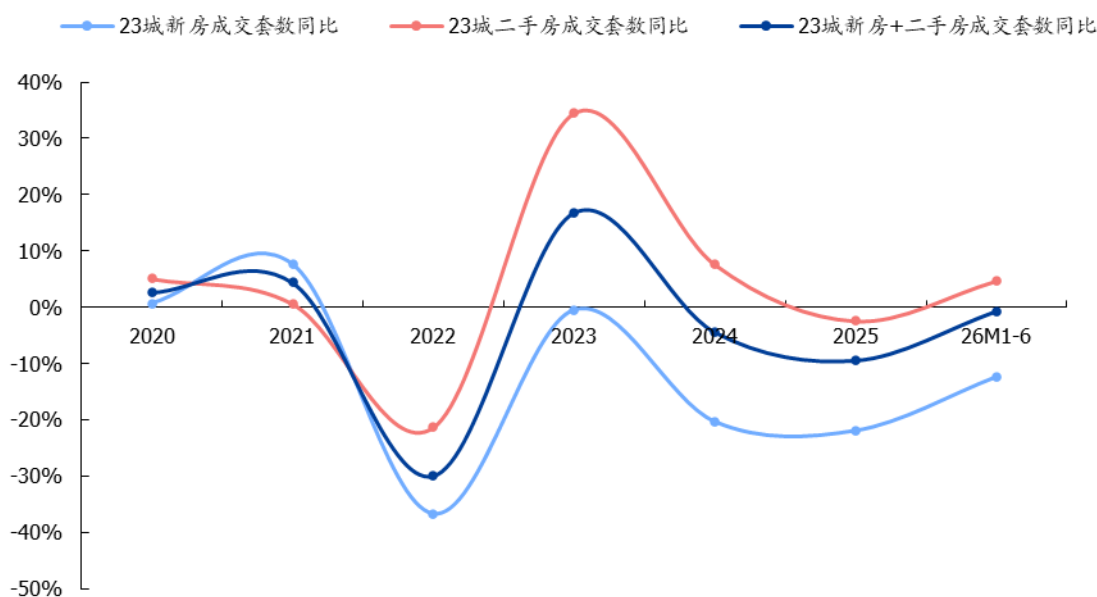


1.1销售：新房+二手房成交总量尚未完全企稳，在震荡期

- **新房+二手房总交易量剔除疫情影响的22年已是连续数年下行，市场企稳信号尚未显现。**一、二手房总销量从2021年中至2022年中经历了较为快速下行；2022年三季度起在数轮支持性政策的持续作用下，成交跌幅逐步收窄；2023年23城新房+二手房成交套数同比增长17%，实现阶段性修复；但2024年市场再度转弱，新房成交同比降幅扩大，尽管二手房成交增长对冲了部分拖累，仍未能扭转整体下行趋势，全年总交易量同比减少4%；2025年缺乏新增政策驱动，不仅新房，二手房成交亦面临压力，23城新房+二手房累计成交263万套，同比减少9%，总交易量尚未企稳，再叠加新房和二手房价格走势，总交易金额更未企稳。2026年上半年，23城新房成交套数同比-12%，二手房同比+5%，新房+二手房合计成交套数同比-1%，二手房表现好于新房。**无论是新房还是二手房，其成交走势依然很大程度上受政策节奏影响，市场的稳定修复，需要适时、有力的政策协同来巩固信心、推动需求。**

图：23城新房、二手房、新房+二手房成交套数同比增速

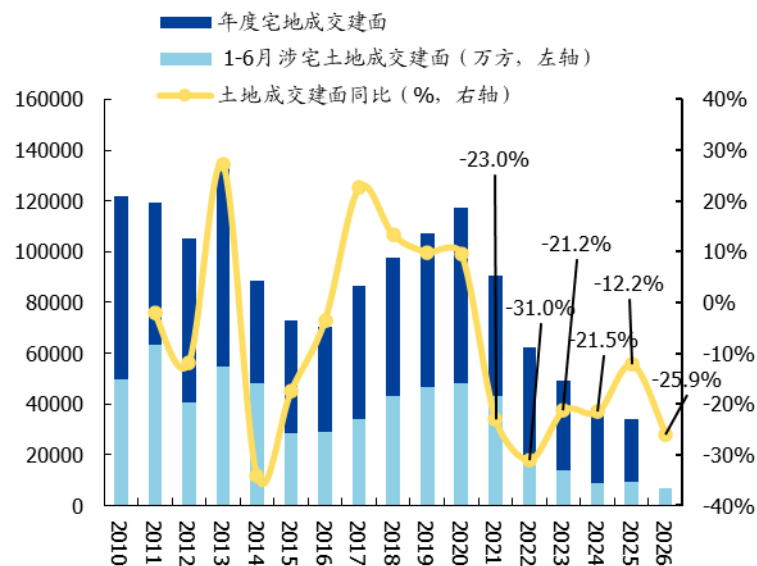
图：23城新房和二手房成交套数（单位：万套）及二手房成交占比



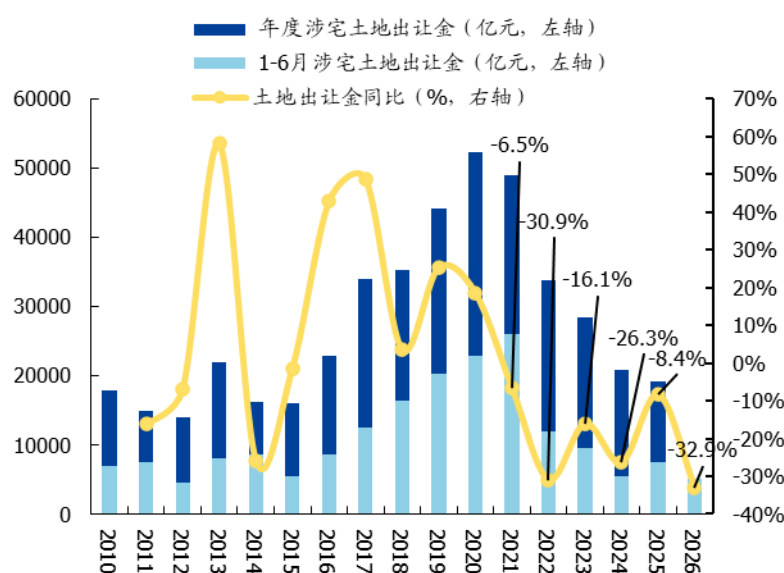
1.2拿地：2026H1土地成交量在低基数下继续萎缩

- **2026年土地供应节奏放缓，成交量低基数基础上继续萎缩，面积相关指标中周期承压。**上半年中指300个样本城市宅地供应建面为8253万方，同比降低19.4%；宅地出让金为5000亿元，同比降低32.9%，金额回落至2015年同期水平，相当于近十年高点2021年同期的19%；成交建面为6939万方，同比降低25.9%，成交建面为近16年最低，相当于近十年高点2020年同期的14%。分土地性质看，2026年1-6月300城全部性质土地供应建面同比减少4.2%，成交建面同比降低7.3%，出让金同比降低26.5%，降幅小于涉宅用地。上半年对应的基数较高，预计下半年土地市场成交无论是好是坏，同比跌幅都会出现收窄，全年来看土地成交仍然是同比下一个台阶。
- 我们分析，土地成交在低基数基础上萎缩原因有二：1、新房销售始终总量无弹性，对开发商的拿地资金形成了上方的制约，而不是因为供应，供应的缩量的原因是土地方购买力下降；2、城投平台杠杆被制约，城投平台的拿地能力也出现下行。反过来讲，土地成交的持续显著下行，是对大库存的持续消化（已经售出的土地但尚未销售完的部分）。

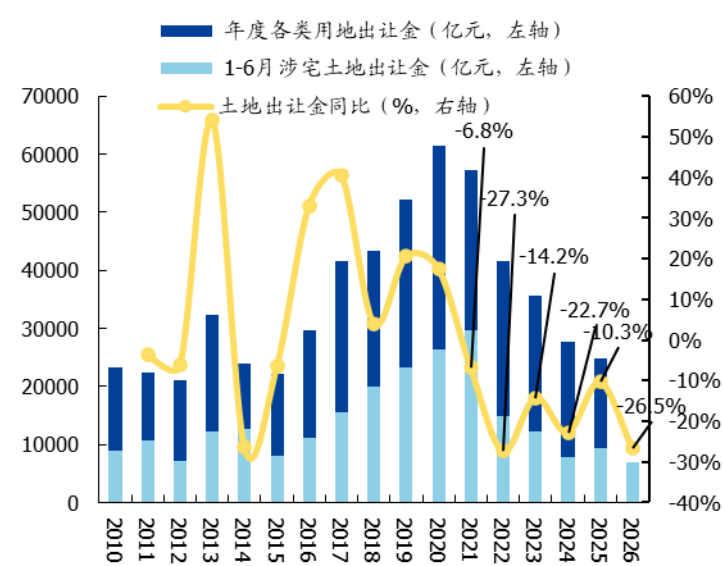
图：300城涉宅用地成交建面（万方）



图：300城涉宅用地出让金（亿元）



图：300城各类用地成交金额（亿元）

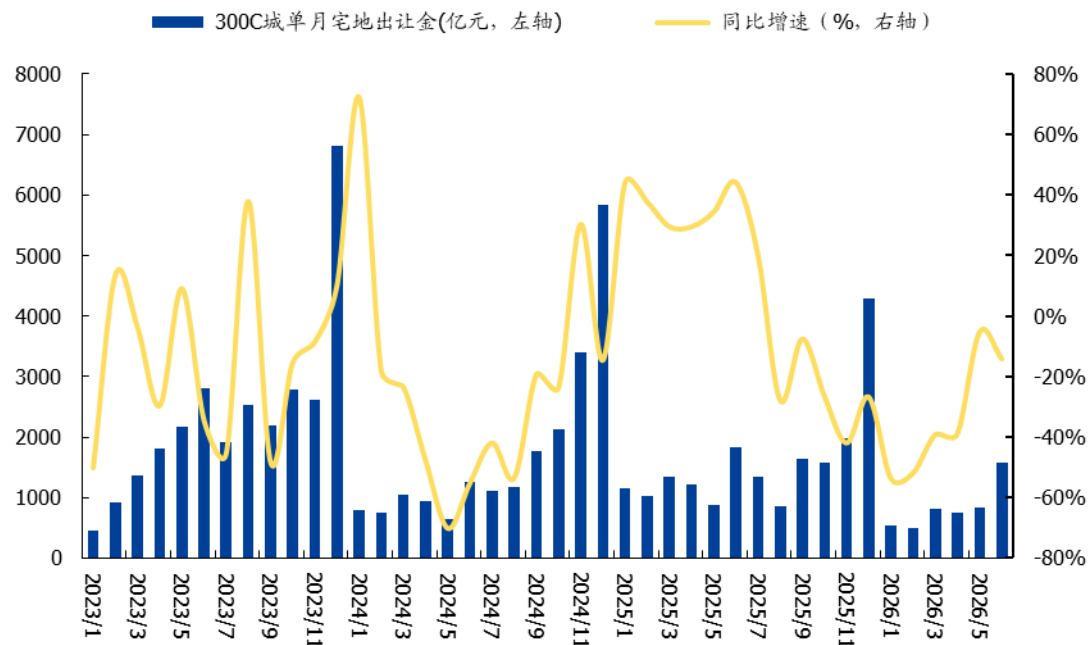


数据来源：中指，国盛证券研究所（注：图中同比增速的数据除了2026年为半年度同比外，其余年份为年度同比）

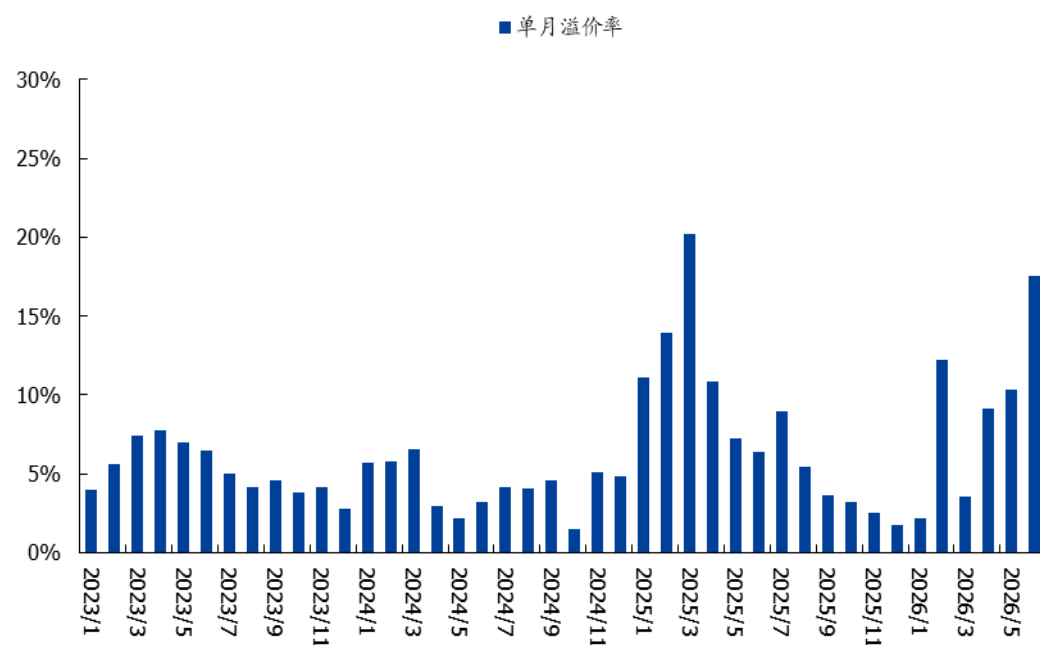
1.2拿地：土地市场延续“缩量提质、点状高热”特征

- 一切的美好预期最终会被现实所左右，开发商的实际土地投资能力会被其现金流所左右。
- 2026年上半年土地市场“量金齐缩”仍是主基调，但边际热度在回暖。年初1、2月，地方推地节奏较慢、房企拿地审慎，300城宅地出让金同比一度超50%，3、4月同比降幅虽然小幅收窄但仍高达39%；进入二季度随着政府供地增加，核心城市土拍升温，叠加上年同期高基数减弱，5、6月成交金额降幅显著收窄，同比分别-5%、-14%。
- 但与总量收缩形成鲜明对比的是，土拍热度向少数核心城市和优质地块高度集中，300城平均溢价率抬升，6月冲高至17.5%，创近一年新高，杭州、济南、武汉等二线城市多宗涉宅用地高溢价成交，深圳接连拍出溢价率破100%的高价地。

图：300城宅地出让金（亿元）



图：300城宅地成交溢价率



数据来源：中指，国盛证券研究所

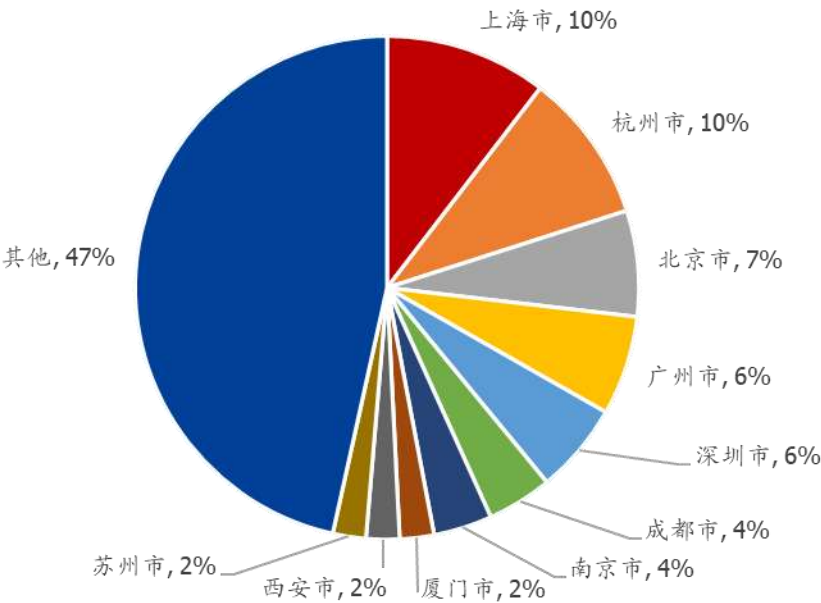
1.2拿地：二十城贡献67%份额，核心城市虹吸效应强

- **土地出让金高度向核心城市集中**，2026年上半年TOP20城市涉宅土地出让金占全国比重升至67%，较2025全年提升约10个百分点。从重点城市成交结构看，各城冷热分化较大，2026H1涉宅土地出让金前三名为上海、杭州、北京，其中上海以约521亿元居全国首位，杭州和北京分别为481亿元和340亿元，但同比降幅较大，分别为59%和66%；第二梯队是广州和深圳，涉宅土地出让金分别为320和291亿元，同比分别增长64%和364%，核心区优质地块稀缺，房企集中争夺。

图：300城中TOP22城涉宅土地成交金额（单位：亿元）

序号	城市	2021	2022	2023	2024	2025	2025同比	2025占历史高点比重	26M1-6	26M1-6同比	成交金额占300城比重
1	上海市	2,825	2,839	2,202	1,380	1,400	1.5%	49.3%	521	-18.4%	10.4%
2	杭州市	2,703	1,914	1,780	1,169	1,421	21.5%	52.6%	481	-58.5%	9.6%
3	北京市	2,120	1,615	1,741	1,554	1,427	-8.2%	59.5%	340	-66.2%	6.8%
4	广州市	1,981	1,221	1,183	773	507	-34.4%	24.9%	320	63.5%	6.4%
5	深圳市	982	736	312	346	291	-16.0%	29.6%	291	364.0%	5.8%
6	成都市	1,329	1,225	1,132	591	759	28.5%	57.1%	209	-48.1%	4.2%
7	南京市	2,016	1,308	1,134	674	707	5.0%	35.1%	188	-33.5%	3.8%
8	厦门市	794	612	377	292	323	10.7%	40.7%	110	-45.5%	2.2%
9	西安市	925	1,001	947	832	530	-36.3%	52.9%	107	-59.6%	2.1%
10	苏州市	1,344	944	909	385	378	-1.8%	27.4%	106	-17.8%	2.1%
11	无锡市	911	813	577	342	328	-4.0%	36.0%	97	204.7%	1.9%
12	福州市	476	386	339	347	271	-21.7%	30.0%	88	-24.9%	1.8%
13	宁波市	742	776	481	216	179	-17.1%	13.8%	88	-23.7%	1.8%
14	石家庄市	231	147	284	192	38	22.9%	59.4%	71	-15.7%	1.4%
15	南通市	753	464	451	332	84	15.6%	49.4%	67	-21.8%	1.3%
16	青岛市	558	440	282	95	122	28.6%	16.4%	61	39.9%	1.2%
17	长沙市	709	491	273	219	178	-18.8%	25.1%	58	-19.9%	1.2%
18	晋江市	82	92	69	77	63	-17.9%	65.4%	56	306.3%	1.1%
19	武汉市	1,795	841	790	564	684	21.3%	38.1%	55	-51.8%	1.1%
20	重庆市	1,143	300	227	89	220	146.7%	19.3%	52	-41.2%	1.0%
21	启东市	113	115	93	63	85	34.4%	73.5%	52	314.0%	1.0%
22	义乌市	600	227	203	148	122	-17.4%	20.3%	51	118.2%	1.0%
	汇总	25,133	18,507	15,786	10,678	10,617	-0.6%	42.2%	3,469	-32.6%	69.4%

图：2026年上半年300城涉宅土地成交金额TOP10城市占比

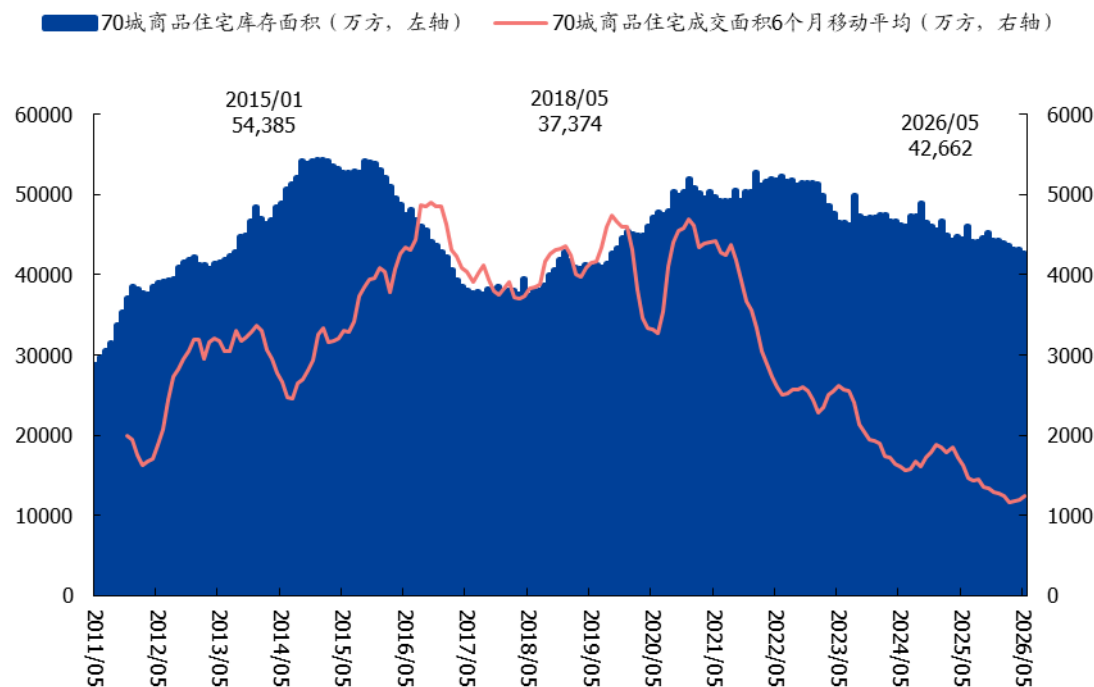


数据来源：中指，国盛证券研究所

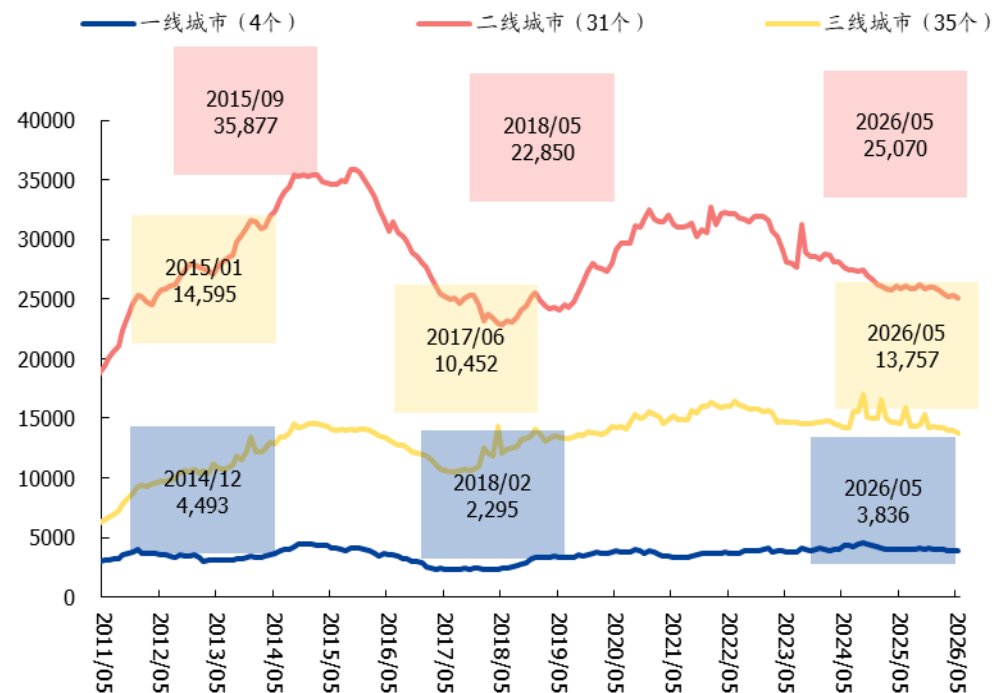
1.3库存：新房狭义库存持续去化，去化周期小幅回落仍处高位区间

- 新房库存仍处于历史高位，去化压力持续存在，且市场所谓“有效库存”的边界实则由价格弹性影响——本质上，只要通过合理让利实现“以价换量”，所谓的“无效库存”也有机会转化为实际成交，不存在绝对意义上的“无效库存”。
- 2026年上半年新房狭义库存持续去化，但绝对值仍处在历史高位。截至2026年5月，70城已取证未售库存达4.3亿平方米，同比下降4%，环比下降1.2%，相当于历史高点（2015/01）的78%，相当于2015年去库存后低点（2018/05）的114%。其中，三线、三线城市库存分别为0.4、2.5、1.4亿方，同比分别为-4.8%、-3.1%、-5.2%。与缓缓下行的新房狭义库存相对的是，70城商品住宅成交这一消化库存能力的指标逐年下台阶，较高点大幅萎缩。

图：70城住宅库存情况（单位：万方）



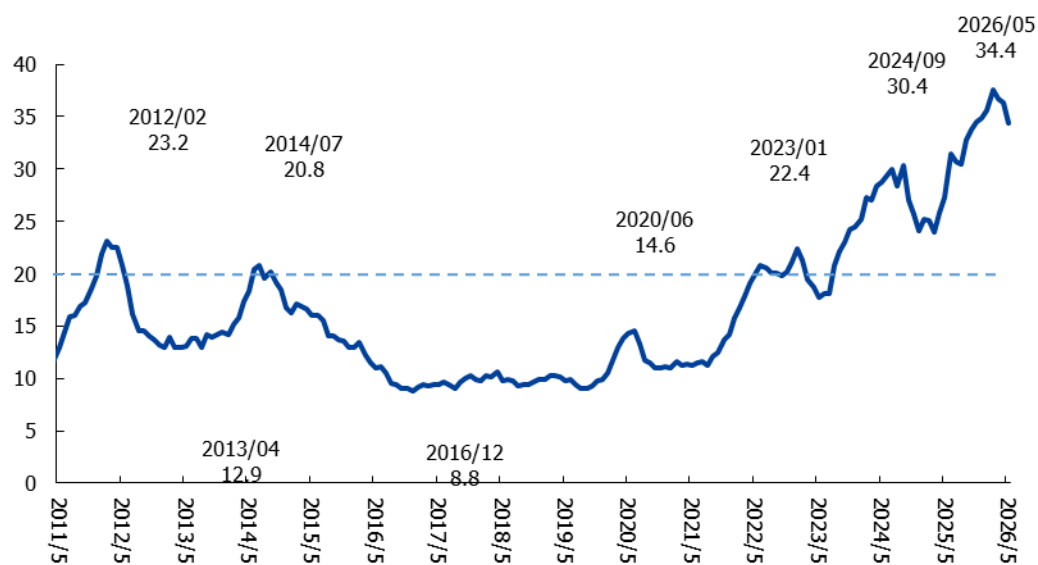
图：不同能级城市住宅库存情况（单位：万方）



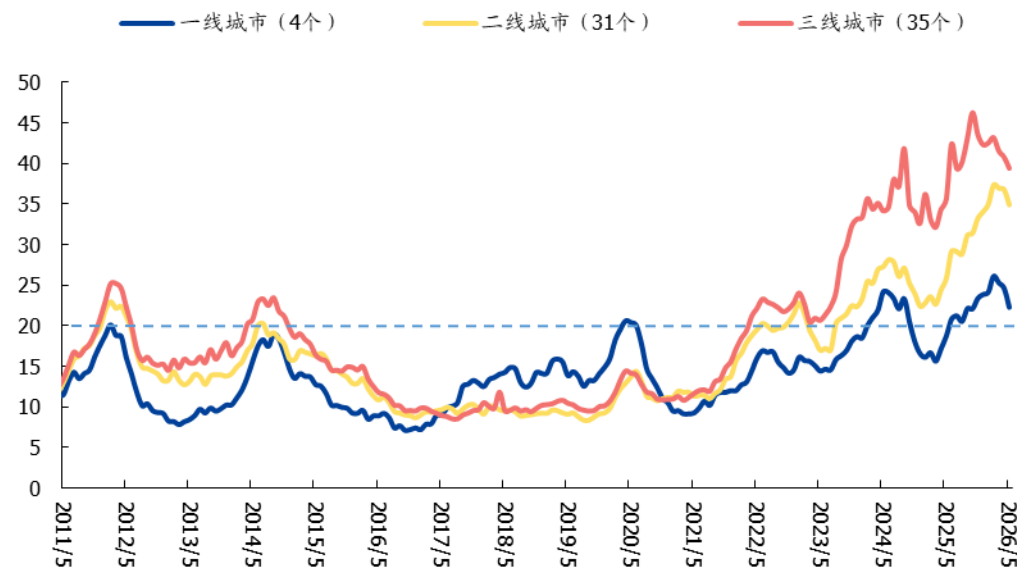
1.3库存：新房狭义库存持续去化，去化周期高位回落但仍处偏高区间

- 去化周期在2026年2月达到历史高点，Q2以来随着小阳春热度延续，去化周期高位回落但仍处偏高区间。库存去化周期=狭义库存绝对值/6个月商品住宅成交移动平均。截止2026年5月，70城新房库存去化周期34个月，环比减少1.9个月、同比增加7.1个月，其中一、二、三线城市分别为22、35、39个月，同比分别增加3.6、9.1、3.8个月，环比分别减少2.4、1.9、1.4个月。以2014年7月库存去化周期高点对应的20个月作为显著供过于求的警戒线来划分，二三线均处于历史最高位区间，且均大幅高于警戒线，一线城市小幅高于警戒线，库存去化任重道远。
- 自楼市进大拐点以来，库存去化周期出现过3波下行，第一波是2023年上半年因为公共卫生安全事件结束叠加消费楼市复苏，第二波是2024年9月的政策市，第三波是2026年小阳春。只有第三波是自然的无外力的，因为小库存下行和成交的阶段性的复苏所导致的。但有压力的是，第三波库存去化周期下行的位置太高，故而去库存需要很长的时间。

图：70城市库存去化周期（月）



图：不同能级城市库存去化周期（月）



1.3库存：去化周期结构分化，绝大多数城市在警戒线以上

- 截止2026年5月，不同能级城市去化周期梯度分化，全国范围内真正接近健康库存状态的城市仍然极少：
- 一线城市中深圳（7个月）库存相对健康，上海（21个月）、广州（26个月）和北京（32个月）去化周期均已提升至20个月以上，郊区库存面临较大的去化压力。
- 二线城市中84%的城市去化周期在20个月以上，其中杭州、合肥、南昌去化周期相对较低。
- 三线城市由于成交弹性较弱，绝大部分去化周期都在20个月以上的水平。

图：库存去化周期在不同区间的城市数量及占比

库存去化周期 区间（月）	2025年5月城市 数量	2026年5月城市 数量	2025年5月城市 占比	2026年5月城市 占比
0~10	5	2	7%	3%
10~15	3	3	4%	4%
15~20	10	4	14%	6%
>20	52	61	74%	87%

图：70城住宅库存及去化周期

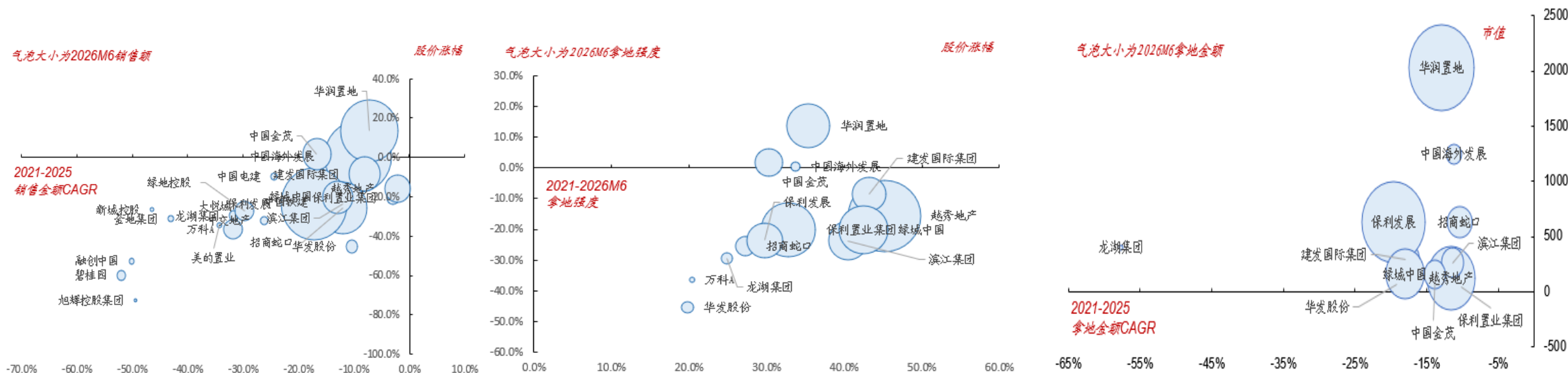
城市能级	城市	2026M5 库存 (万方)	库存 同比 变化	库存 环比 变化	2026M 5库存 占历史 最高库 存比重	2026M 5去化 周期 (月)	去化 周期 同比 变化	去化 周期 环比 变化	城市能级	城市	2026M5 库存 (万方)	库存 同比 变化	库存 环比 变化	2026M 5库存 占历史 最高库 存比重	2026M 5去化 周期 (月)	去化 周期 同比 变化	去化 周期 环比 变化
一线城市	深圳	259	23%	-7%	30%	7.1	0.3	(1.7)	二线城市	淮南	83	-1%	-3%	21%	7.2	(2.5)	(0.5)
	上海	767	4%	0%	50%	21.2	7.8	(1.6)		南通	145	-1%	-6%	36%	15.2	(6.6)	(2.8)
	广州	1,606	-6%	-4%	85%	25.8	0.3	(1.9)		嘉兴	199	-3%	0%	35%	15.8	(7.3)	0.6
	北京	1,204	-3%	-1%	77%	31.8	3.9	(3.4)		清远	322	-16%	-2%	32%	20.9	(1.6)	(1.1)
	杭州	479	0%	1%	36%	10.0	2.8	(0.1)		茂名	495	2%	-2%	32%	22.1	2.8	(1.4)
	合肥	259	-5%	1%	25%	10.9	2.5	(0.2)		徐州	593	-15%	-2%	56%	22.2	(2.2)	2.8
	南昌	176	20%	-7%	42%	12.9	1.2	(1.2)		温州	525	-18%	0%	65%	22.5	(0.7)	(1.1)
	郑州	606	26%	-7%	41%	18.5	(1.0)	(2.1)		舟山	75	-16%	-5%	19%	29.9	7.2	(32.0)
	宁波	273	15%	1%	7%	19.2	2.7	0.1		常州	353	-15%	-3%	41%	30.0	2.9	(1.6)
	昆明	586	12%	-2%	45%	20.2	0.3	(1.1)		海口	467	-6%	1%	71%	30.5	(2.0)	0.7
二线城市	天津	1,143	-8%	-3%	40%	20.8	0.5	(1.7)		佛山	1,071	-7%	-1%	57%	31.0	1.4	(2.1)
	青岛	1,025	-6%	0%	39%	21.4	5.4	(1.4)		滁州	92	-3%	-1%	19%	32.5	11.3	(0.6)
	西安	1,154	10%	-1%	50%	22.9	4.1	(1.1)		荆门	126	-3%	-5%	39%	33.5	18.2	(3.2)
	重庆	847	-7%	0%	37%	23.9	2.6	(0.6)		惠州	1,075	-14%	-2%	55%	36.5	(2.0)	(3.1)
	乌鲁木齐	268	143%	7%	34%	25.1	18.6	1.6		无锡	502	-8%	-2%	36%	40.3	9.4	(6.2)
	厦门	319	9%	-1%	76%	25.4	3.0	(4.4)		马鞍山	85	27%	-3%	41%	41.0	17.8	1.7
	济南	737	11%	0%	47%	25.6	6.2	(0.8)		东莞	567	36%	-1%	69%	42.5	11.7	(2.0)
	武汉	1,399	-6%	-3%	64%	26.5	5.8	(4.2)		汕头	711	-5%	0%	83%	45.4	4.2	(2.9)
	南宁	562	11%	-1%	67%	28.5	4.8	(1.3)		珠海	578	-8%	-1%	54%	48.2	15.7	0.5
	苏州	606	2%	-2%	52%	28.6	10.7	(4.5)		洛阳	230	3%	-2%	33%	53.0	16.6	(3.5)
三线城市	南京	752	-4%	-1%	76%	29.9	4.7	(3.1)		岳阳	144	-12%	-2%	37%	57.2	(15.3)	(10.2)
	长春	705	28%	0%	45%	32.4	(10.6)	(1.2)		唐山	1,363	-1%	-1%	47%	57.9	17.4	0.3
	成都	2,315	7%	-1%	79%	34.1	17.8	0.2		泉州	174	-4%	-1%	52%	59.3	21.7	(0.3)
	福州	402	8%	1%	68%	40.5	10.8	(2.9)		钦州	305	-2%	-1%	59%	59.4	5.5	(7.7)
	兰州	531	2%	-2%	40%	43.9	18.7	(3.1)		烟台	1,041	0%	0%	82%	65.5	6.1	0.2
	长沙	924	-3%	-1%	41%	46.6	16.0	(3.0)		常德	67	13%	0%	25%	65.7	28.9	(0.4)
	沈阳	1,566	-2%	-1%	47%	63.0	6.0	(4.4)		九江	133	-5%	-2%	47%	69.3	4.5	(18.9)
	石家庄	612	1%	0%	81%	63.3	23.6	(1.3)		北海	300	-7%	0%	62%	73.4	(3.5)	(2.8)
	西宁	213	-3%	0%	30%	63.9	36.2	2.9		宜昌	105	11%	0%	36%	83.1	35.9	(0.4)
	大连	547	49%	-6%	35%	79.1	(68.5)	(12.9)		三明	72	11%	0%	94%	104.7	22.7	(7.3)
四线城市	哈尔滨	774	-9%	0%	73%	85.1	(12.4)	2.4		日照	440	-1%	-1%	77%	114.4		(1.3)
	贵阳	440	165%	3%	50%	89.6	75.6	0.9		金华	139	-5%	-1%	34%	139.2	96.1	(1.4)
	太原	1,785	8%	0%	68%	500.3	208.9	(6.0)		株洲	294	3%	0%	74%	229.9	88.4	(1.2)
	银川	2,001	-1%	0%	99%	696.8	555.1	(69.9)		蚌埠	379	12%	0%	24%	334.1	144.7	(0.3)
	呼和浩特	1,060	0%	0%	76%	884.8	820.3	(15.1)		丹东	506	3%	0%	100%	535.2	205.5	(2.3)

数据来源：克而瑞，国盛证券研究所（注：深圳库存口径为现房口径，其他城市为已取证未售口径）

1.4.1拿地：拿地及供给侧上出清明显，央国企仍是土地市场压舱石

- **受行业下行影响，百强房企拿地态度延续谨慎、聚焦趋势。**2026年房企拿地进一步向核心城市聚集，少部分企业整体拿地金额超去年，其中华润置地、越秀地产拿地金额领先且增幅明显。据普睿数据，2026H1百强房企拿地货值/金额/建面分别为7359亿元/3710亿元/3854万平，同比分别下降37%/35%/25%，处于近五年低位。尽管Q2因核心城市优质地块加速推出带动土拍热度回升，但真正在土地市场拿地的房企已相对确定，如越秀地产（2026M1-6，累计拿地强度58.6%）、绿城中国（38.9%）、华润置地（34.8%）、滨江集团（30.8%）、保利发展（28.5%）等。
- **将样本开发房企投销情况与股价涨幅、市值对比，可以看到销售、拿地强弱均与股价表现呈现正相关：其中下图左销售关联度（相关系数为0.70）强于下图右拿地强度（相关系数为0.57），其背后主要逻辑是销售市场的确定性更强，而拿地的力度在以销定产逻辑下也是由销售决定的；此外拿地金额绝对值与市值大小相关系数为0.47。**下行周期中房企唯销售及拿地自主可控，相对有基本面的公司一定在经营层面有相对更好的表现，其股价安全性和弹性亦更强。在一个下行周期，无论是短期的反弹还是彻底的反转，都是手头相对有资金、有好资源的企业，可以真正去受益。就算市场一直下行，有能力自主可控的企业其安全度也高于完全被市场所左右的企业。

图：典型房企销售（左图）、拿地强度（中图）与股价的关联度，及拿地金额与市值（亿元，右图）的大小关系



数据来源：Wind、克而瑞、国盛证券研究所
注：拿地金额绝对值与市值大小相关系数中前者为2026H1拿地金额，因半年度拿地金额与全年拿地不存在绝对的线性关系，因此相关系数仅供参考

1.4.1拿地：拿地及供给侧上出清明显，央国企仍是土地市场压舱石

图：重点房企拿地强度表现（2026M6为当年累计表现）

	拿地金额(全口径, 亿元)										迷你图	投资强度										拿地强度较 年末变化
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026M6	2018		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026M6			
保利发展	1835	1415	2023	1883	1351	1261	680	787	384			45.3%	30.1%	40.2%	35.0%	29.5%	29.7%	21.0%	31.1%	28.5%	-2.6%	
中国海外发展	1029	1263	1433	1593	872	1272	812	991	93			38.3%	38.3%	39.4%	42.9%	29.5%	41.1%	26.1%	39.4%	6.9%	-32.6%	
万科A	2687	2249	1846	1889	795	861	103	72	10			44.3%	35.6%	26.3%	30.4%	18.9%	22.9%	4.2%	5.4%	2.9%	-2.5%	
华润置地	1262	1169	1326	1375	1066	1102	692	791	405			59.9%	48.1%	48.4%	47.2%	47.9%	58.1%	29.7%	33.8%	34.8%	0.9%	
招商蛇口	893	871	1446	1191	759	645	374	767	147			52.4%	39.5%	52.0%	36.4%	26.0%	22.0%	17.0%	39.1%	15.3%	-23.9%	
绿城中国	578	884	1421	1542	591	793	641	698	234			37.0%	65.3%	66.2%	57.8%	27.8%	40.8%	37.3%	45.5%	38.9%	-6.6%	
建发国际集团	170	259	598	957	692	888	530	433	171			31.2%	35.0%	46.1%	55.9%	40.6%	47.0%	39.7%	35.5%	26.8%	-8.7%	
滨江集团	354	506	715	643	785	577	432	396	133			41.7%	45.2%	52.4%	38.0%	51.0%	37.6%	38.7%	38.9%	30.8%	-8.1%	
越秀地产	94	176	304	697	524	453	582	426	296			17.6%	24.1%	31.3%	59.0%	41.6%	31.8%	50.8%	39.4%	58.6%	19.1%	
龙湖集团	1122	1031	1252	1241	335	361	114	40	14			55.9%	42.5%	46.3%	42.8%	16.5%	20.8%	11.3%	6.3%	8.4%	2.0%	
华发股份	157	139	489	145	410	407	95	62	19			28.3%	15.1%	40.6%	11.9%	34.1%	32.3%	9.0%	7.9%	8.8%	0.9%	
中国金茂	642	827	752	951	247	300	277	524	127			50.2%	51.4%	33.6%	40.3%	15.9%	21.2%	28.2%	46.1%	22.1%	-24.1%	
中国铁建	371	273	293	578	396	544	164	100				41.9%	24.8%	23.0%	40.5%	30.9%	44.7%	17.0%	13.7%		-13.7%	
金地集团	858	884	880	588	76	114		35	20			52.8%	42.0%	36.3%	20.5%	3.4%	7.4%		11.7%	20.6%	8.8%	
绿地控股	895	1056	929	412								23.5%	27.2%	26.0%	14.2%							
碧桂园	3150	2256	2709	2063	94	78						43.2%	29.2%	34.3%	27.2%	2.0%	3.6%					
保利置业集团	116	162	147	276	169	161	59	179	101			27.6%	34.5%	26.7%	48.8%	33.5%	30.1%	10.9%	35.7%	43.5%	7.8%	
融创中国	2033	1541	1823	1014								44.2%	27.7%	31.7%	17.0%							
新城控股	884	635	1020	724								40.1%	23.1%	40.5%	30.9%							
中建壹品						97	256	52									29.1%	56.7%	12.7%		-12.7%	
美的置业	266	764	332	318								33.6%	75.5%	26.3%	23.2%							
旭辉控股集团	1020	616	831	724	78							62.7%	29.5%	36.0%	29.3%	6.3%						
中交地产	77	299	690	412	234		56					27.5%	71.0%	81.1%	42.0%	36.1%		12.9%				
中国电建	282	289	319	252	80	87		32				69.8%	65.5%	48.5%	28.8%	11.7%	19.2%		11.1%		-11.1%	
大悦城		132	168	277	86	33	77						21.3%	20.4%	38.5%	16.7%	6.5%	21.7%				
世茂集团	629	756	788	208								35.7%	29.0%	26.2%	7.7%							
中国恒大	1165	515	1601	327								21.1%	8.5%	22.8%	7.4%							
首开股份	274	263	531	422	78	105			18			27.7%	27.5%	52.4%	35.7%	9.0%	17.1%			26.0%	26.0%	
城建发展				268	175	100	171	135	37						49.4%	35.9%	18.7%	70.5%		24.0%	24.0%	
联发集团	103	158	107	236	72	93	123	132	21			32.1%	42.1%	25.9%	39.5%	15.8%	16.4%	39.4%	49.5%	15.0%	-34.6%	
厦门国贸	60	118	111	155	231	166	166	136	77			82.1%	76.6%	36.3%	38.2%	61.1%	31.5%	46.5%	39.7%	45.9%	6.1%	
象屿地产						154	146	127	37								36.3%	52.2%	53.7%	32.0%	-21.7%	
雅居乐集团	392	337	315	300								38.2%	28.4%	22.8%	21.6%							
远洋集团	611	135	486	331								55.8%	10.4%	41.1%	24.3%							
中建东孚	64			150	172	163	43	84	30			32.8%			86.9%	55.1%	49.1%	16.0%	20.4%	13.4%	-7.0%	

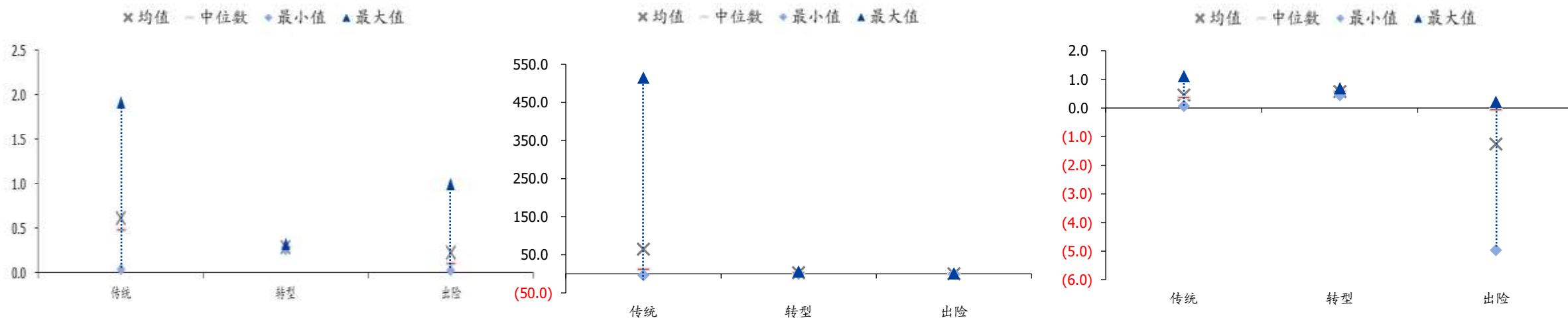
数据来源：克而瑞，国盛证券研究所

备注：克而瑞数据与公司数据或存在一定差异，仅供参考。拿地金额为零仅代表房企拿地金额未上克而瑞拿地榜单，或因拿地少、停止拿地等原因。

1.4.2估值：P/S估值较2025年末下行

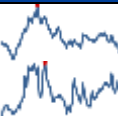
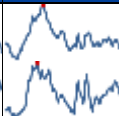
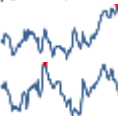
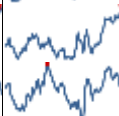
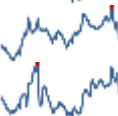
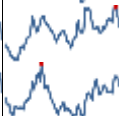
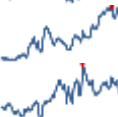
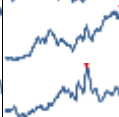
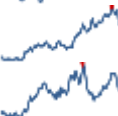
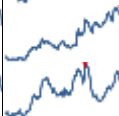
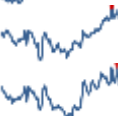
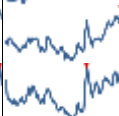
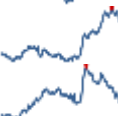
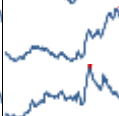
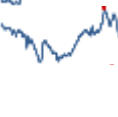
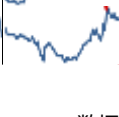
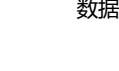
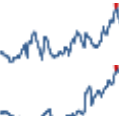
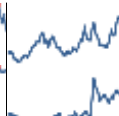
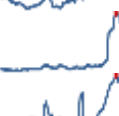
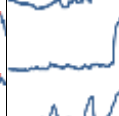
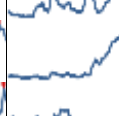
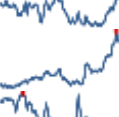
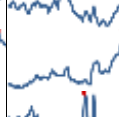
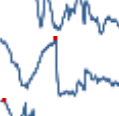
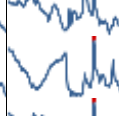
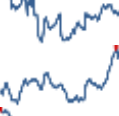
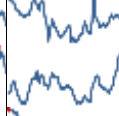
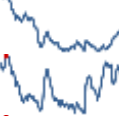
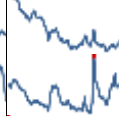
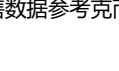
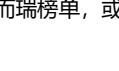
- PE估值方面，以企业季度滚动盈利及当前（2026-08-05）股价来看，样本传统/转型/出险房地产企业PE中枢分别为64.5/2.6/0.1；传统房企仍具备一定PE估值参考性，但波动较大（区间范围为-4.1至515），多数转型及出险企业因已丧失持续稳定的投销能力导致PE已无法准确反映这类企业的真实价值。PB估值方面，以企业最新季度净资产及当前股价来看，样本传统/转型/出险房地产企业PB中枢分别为0.5/0.6/-1.3。
- 因财务报表的营收结转存在明显滞后性，我们尝试以每股滚动权益销售额对房企重新定价。**2024年以来样本房整体有升有降，前者主要因分母端销售持续探底且下探程度远超股价，分子端股价虽在长周期维度受基本面走弱及报表业绩影响承压，但在政策、季节性、高切低等因素下展现呈波段式的反弹动能。**
- **2026M6，29家样本房企的P/S估值区间为0.03至1.91，中枢水平为0.5，较2025年底呈下行趋势。**具体来看，一是结合销售与拿地的持续性，可识别出部分传统房企在当前P/S视角下或存在低估，典型代表包括绿城中国（0.2）、越秀地产（0.2）、建发国际集团（0.3）等。其二市场普遍对持有型业务赋予一定估值溢价，如华润置地（1.12）。三是没有哪个房企可以完全无视行业大幅度级别的量价下行，几乎皆面临销售减量、分化、整合的行业挑战，但出险企业及转型企业权益销售额下滑尤为显著，当前销售仍未止跌企稳且或已不具备周转能力，对应P/S指标多已接连下滑并跌至0.4以下。此外P/S更多是对过去投资能力的反映，未能充分体现优质房企在供给侧优化背景下的未来龙头集中效益，也未涵盖企业在利润表层面的成本控制能力与盈利质量差异（如市场疲弱环境下，民营企业促销成本、中介渠道费用、融资费用、运营及拿地费用等与国央企存在一定差距）。

图：各类样本房企PS、PE、PB（从左至右）区间范围



1.4.2估值： 部分传统房企在当前P/S视角下或存在低估

图：重点房企估值表

	P/S(S为滚动权益销售额)					PE			PB		
	区间最高点	区间最低点	当前 26M6	21M1-26M6 月度滚动P/S (期 间最低股价)	21M1-26M6 月度滚动P/S (期 间最高股价)	2024Q2- 2026Q1 滚动lowest	2024Q2- 2026Q1 滚动 highest	current (当 前股价及最新 滚动EPS)	2024Q2- 2026Q1 滚动lowest	2024Q2- 2026Q1 滚动 highest	current (当 前股价及最新 报告净资产)
保利发展	0.24	0.69	0.29			155.6	304.8	515.0	0.3	0.7	0.3
中国海外发展	0.32	0.72	0.47			6.8	11.7	9.9	0.2	0.4	0.3
华润置地	0.51	1.38	1.12			4.2	7.6	8.0	0.4	0.7	0.7
万科A	0.37	0.83	0.54			-0.7	-1.9	-0.4	0.3	0.7	0.4
招商蛇口	0.29	0.76	0.44			61.0	105.3	156.4	0.6	1.0	0.6
绿城中国	0.08	0.30	0.16			32.7	-53.4	209.2	0.3	0.8	0.5
建发国际集团	0.07	0.38	0.28			3.8	7.6	8.1	0.4	0.9	1.0
越秀地产	0.11	0.39	0.20			78.9	182.7	228.1	0.2	0.5	0.2
滨江集团	0.13	0.85	0.55			6.8	15.0	13.7	0.6	1.4	0.9
华发股份	0.11	0.34	0.20			-20.2	-42.0	-0.7	0.5	1.1	0.8
龙湖集团	0.31	1.83	1.21			17.3	42.3	38.9	0.3	0.7	0.3
中国金茂	0.06	0.37	0.18			9.2	36.2	27.3	0.1	0.4	0.4
金地集团	0.18	0.97	0.69			-1.5	-3.6	-0.8	0.2	0.5	0.2
绿地控股	0.14	0.63	0.26			-0.9	-1.8	-0.7	0.3	0.6	0.5
碧桂园	0.06	0.47	0.22			0.5	1.4	1.3	0.3	0.9	-5.1
保利置业集团	0.08	0.24	0.15			83.6	176.9	22.6	0.1	0.2	0.2
融创中国	0.05	1.56	1.00			-0.4	-2.1	-0.5	0.2	1.1	0.2
首开股份	0.15	1.89	1.06			-0.7	-2.8	-1.7	0.4	1.6	1.5
美的置业	0.08	0.43	0.30			0.7	1.2	5.9	0.4	1.3	0.7
新城控股	0.28	2.97	1.91			39.2	88.0	35.3	0.3	0.7	0.4
中国海外宏洋集团	0.20	0.72	0.50			9.6	21.6	25.3	0.1	0.3	0.2
大悦城	0.30	1.58	1.12			-3.7	-6.6	-4.1	0.9	1.6	0.9
远洋集团	0.04	0.20	0.04			-0.01	-0.6	0.1	0.08	0.6	-0.8
世茂集团	0.04	0.46	0.05			0.01	0.09	0.02	-0.03	-0.5	-3.1
旭辉控股集团	0.04	0.41	0.11			-0.04	-0.53	0.02	0.05	0.6	0.01
华侨城A	0.54	1.77	1.15			-1.2	-2.3	-1.0	0.3	0.5	0.4
路劲	0.02	0.14	0.04			-0.1	-0.3	-0.1	0.05	0.1	0.1
雅居乐集团	0.08	0.50	0.14			-0.1	-0.4	-0.03	0.02	0.1	-0.1
中骏集团控股	0.02	0.28	0.03			0.0	-0.2	-0.02	0.6	3.2	-0.03

数据来源：Wind、克而瑞、中指，国盛证券研究所。PE、PB Current股价时间为2026-08-05。房企权益销售数据参考克而瑞榜单，或与企业年报数据存在口径差异，仅供参考。19

1.4.3房企历史包袱

- 房企历史包袱的出清情况，决定了房企未来发展的底色。
- 我们整理了主要开发房企报表存货数据，计算已竣工存货（开发产品）占物业总存货（开发产品+开发成本）的比例，来观察这些房企现房库存的情况。需要指出的是，未竣工存货里面也有历史包袱，这块比较难量化。从占比看，2025年建发国际集团、绿城中国、招商蛇口、滨江集团占比低于25%，占比超过40%的是中国海外宏洋、城建发展、金融街、金地集团。
- 趋势看，随着新房市场持续调整，主要房企现房库存占比出现抬升的迹象。
- 此外，该报表存货数据是财报时点值，可能受已售已竣工但时点未交付的影响，因此每家房企仍需要具体分析情况。

图：主要房企现房存货及占比

	已竣工存货（亿元）					已竣工存货/房地产存货				
	2021	2022	2023	2024	2025	2021	2022	2023	2024	2025
建发国际集团	71	78	146	217	269	3.1%	3.0%	5.4%	8.9%	14.0%
绿城中国	268	267	384	450	377	9.4%	9.4%	13.4%	17.8%	17.6%
招商蛇口	701	739	812	863	717	16.8%	18.0%	19.5%	23.4%	19.8%
滨江集团	49	74	114	329	258	3.4%	4.0%	6.6%	22.2%	22.9%
保利发展	1016	1673	1645	1994	1789	12.5%	19.1%	18.9%	25.0%	26.8%
城投控股	101	59	65	72	125	20.3%	12.0%	13.0%	16.1%	26.8%
华润置地	431	569	827	944	1075	10.7%	11.5%	15.8%	21.4%	27.0%
中国海外发展	837	1057	1524	1492	1434	18.6%	21.6%	31.3%	32.8%	29.2%
万科A	870	981	1077	1239	1144	8.0%	10.7%	15.2%	23.7%	30.4%
越秀地产	266	313	363	451	579	14.8%	14.9%	15.2%	20.1%	31.4%
保利置业	181	265	323	452	356	15.0%	20.1%	24.0%	36.0%	31.6%
新城控股	215	177	311	268	229	8.6%	8.7%	21.8%	27.6%	32.3%
龙湖集团	588	674	604	517	602	14.5%	20.7%	23.7%	23.4%	34.0%
首开股份	310	286	321	343	296	18.2%	19.1%	25.5%	31.4%	34.2%
中国金茂	275	232	270	393	370	30.3%	26.9%	33.1%	47.0%	34.7%
华发股份	428	550	615	880	685	19.7%	22.6%	22.3%	35.5%	35.9%
华侨城	410	538	623	495	466	16.5%	27.5%	34.9%	32.8%	36.4%
中国海外宏洋	92	158	203	265	289	6.7%	12.0%	19.0%	31.4%	40.6%
城建发展	217	234	274	298	291	23.7%	24.4%	30.0%	38.4%	46.6%
金融街	205	241	271	277	244	24.3%	32.5%	39.2%	54.2%	56.0%
金地集团	308	433	346	303	343	16.3%	28.7%	26.0%	36.2%	57.9%

数据来源：各公司公告，国盛证券研究所

2. 政策回顾

2026上半年小政策不断，无大政策

- 1、一线小政策不断，助力小阳春
- 2、“去库存”是2024年来中央供给端政策主线，效果亟待提高
- 3、收储：实际推进较慢，核心堵点仍是“算不过来账”
- 4、收地：2026H1的收地进度相较2025年有所放缓

2.1 一线城市陆续出台楼市小政策，对小阳春成交量提供支撑

- **2026年上半年，上海、深圳、广州相继出台房地产政策。**其中上海于2月25日出台新政，包括限购政策放松、公积金额度上浮、房产税免征范围扩大三方面。政策围绕新上海人（包括缴纳社保和未缴纳社保的）、公积金额度提升预算展开，对刚需、刚改都有提振作用，进而去试图打开置换的链条，政策效果在此后3-4月的“小阳春”中得到验证；深圳4月30日起定向放松核心区域限购，放宽深户、非深户购房套数限制，同时上调公积金贷款额度，个人贷款额度提至70万，家庭提至130万；广州4月30日出台楼市8大举措，大幅提升公积金贷款额度，单人、家庭最高可贷额度分别至100万、200万，符合条件最高360万元，同步推出卖旧买新贷款补贴、优化房票政策，并调整土地供地规则、试点现房销售。在小阳春季节性热度自然回落的窗口期，广深新政接力为二季度成交量提供了有效支撑，延续市场修复势头。

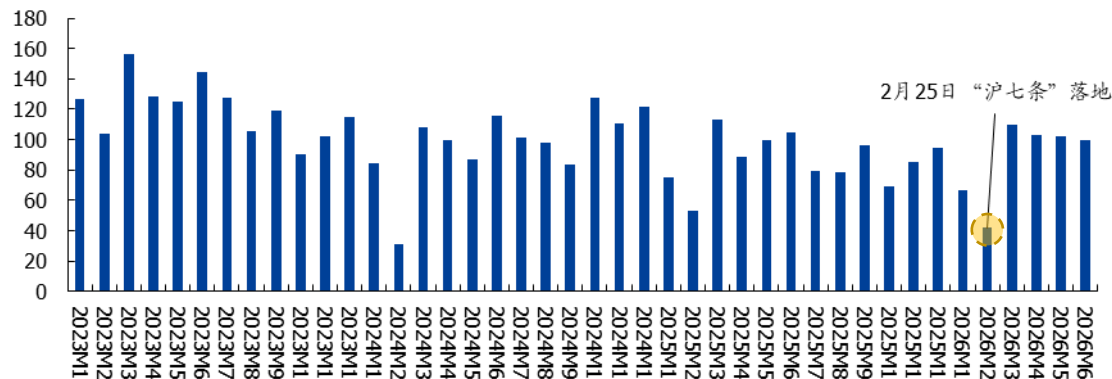
图：2026年一线城市房地产政策汇总

时间	地区	相关文件	政策要点
2026/2/25	上海	上海市五部门联合印发《关于进一步优化调整本市房地产政策的通知》	1、缩短非沪籍居民购买外环内住房所需缴纳社保或个税年限。外环内购房社保/个税年限缩短至 1 年，社保满 3 年人群可增购 1 套外环内住房，居住证满 5 年的非沪籍群体可无社保购房 1 套。2、适度提高住房公积金最高贷款额度。家庭首套最高额度由 160 万元提升至 240 万元，叠加多子女、绿色建筑政策最高可贷 324 万元，二套公积金额度同步上调。3、对本市户籍居民家庭中的子女成年后，购买住房属于成年子女家庭唯一住房的，暂免征收个人住房房产税。
2026/4/29	深圳	深圳市住房和建设局关于进一步优化调整本市房地产相关政策的通知	深圳进一步优化调整房地产政策：【限购】(1)福田、南山、宝安新安街道，本市户籍家庭、非深户满1年社保可增购1套；(2)持居住证的非深户可在上述区域购1套。【公积金】(1)个人贷款额度提至70万，家庭提至130万；(2)首套上浮比例提至60%，多孩家庭上浮提至70%。
2026/4/30	广州	广州市人民政府办公厅关于进一步促进房地产市场平稳健康发展的实施意见	广州出台楼市8大举措：(1)公积金贷款额度：个人最高100万元，双人最高200万元，符合条件最高360万元；放宽商转公条件；(2)卖旧买新补贴：按新房贷款总额1%发放，单套最高3万元，总额2亿元用完即止（至2026年12月31日）；(3)推动房票跨区使用，全市通用；(4)土地供应以需定供，适时选取合适地块试行开展现房销售；(5)推进好房子、好小区、好社区、好城区建设；(6)支持收购存量商品房作安置房，商办物业可转化为医疗、教育、养老等用途；(7)加强市场监管，整治房地产自媒体乱象；(8)高质量推进城市更新，加快构建房地产发展新模式。

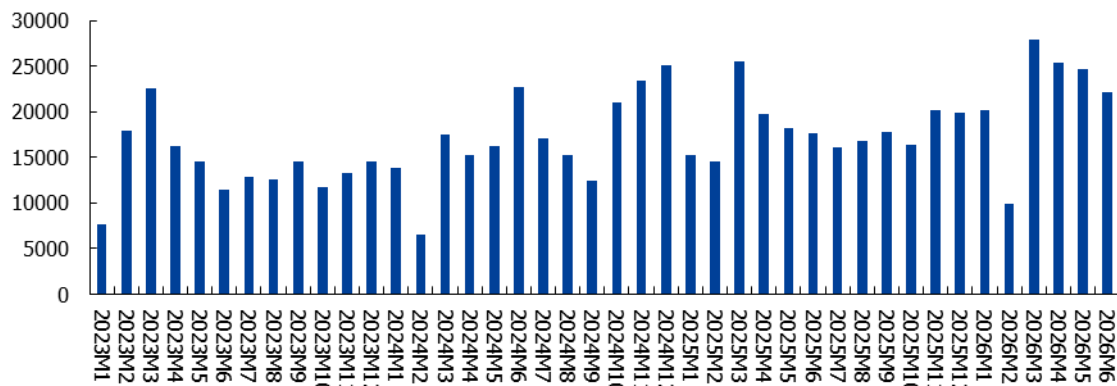
2.1上海：本轮一线城市放松的领跑者，二手房市场量升价稳

- **新房：成交量方面**，2月25日“沪七条”落地后，带动3月小阳春热度提升，且韧性较往年增强，上半年上海新建商品住宅销售面积524万方，同比减少2%。**价格方面**，2026年6月新建商品住宅价格指数同比增3.1%，较上年末增长1.4%，是四个一线城市中唯一同比正增长的，价格韧性最强。
- **二手房**：上海二手房量价率先修复，在一线城市中弹性最突出。**成交量方面**，政策落地后3月全市二手商品住宅成交2.8万套，环比+182%，同比+9.5%，市场热度显著回升，上半年累计成交13万套，同比增长17.3%，增速为一线最高。**价格方面**，上海二手住宅价格指数逐月回升，边际改善最明显，2026年6月同比-3.2%，降幅在一线城市中最小，较上年末+1.9%，价格指数在上半年出现企稳回升迹象。**挂牌量方面**，截止6月末，上海二手房挂牌量较去年10月高点回落约25.1%，市场供需结构改善。

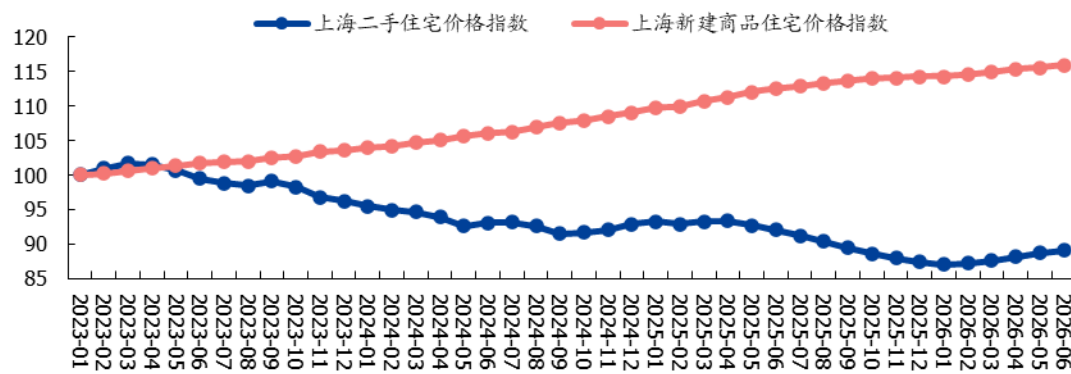
图：上海商品住宅销售面积(万m²)



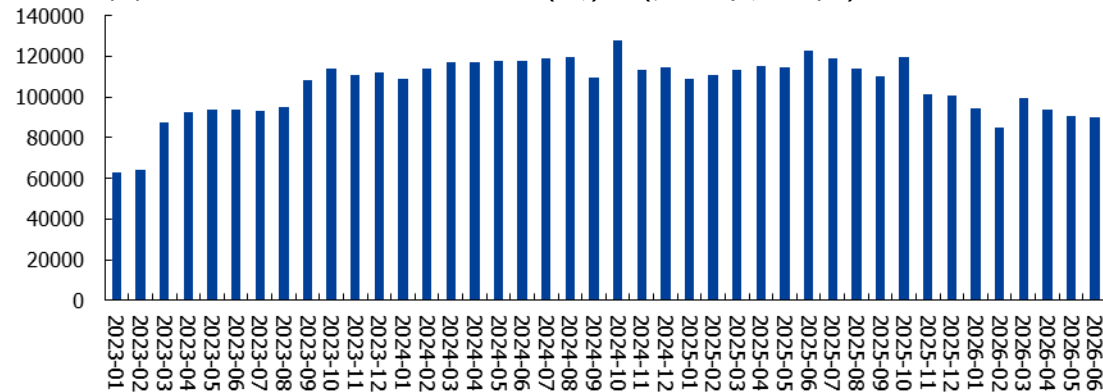
图：上海二手商品住宅销售套数(套)



图：上海二手住宅和新建商品住宅价格指数



图：上海二手住宅挂牌量走势(套) (头部中介口径)

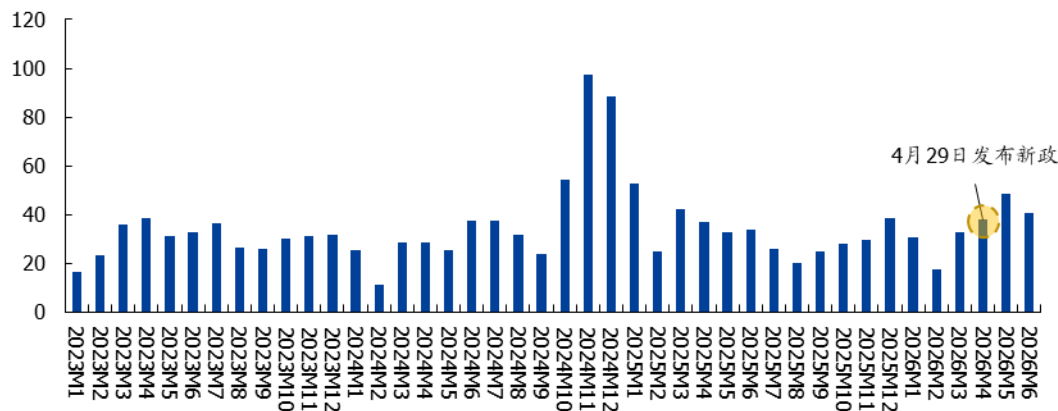


数据来源：Wind、中指、国盛证券研究所

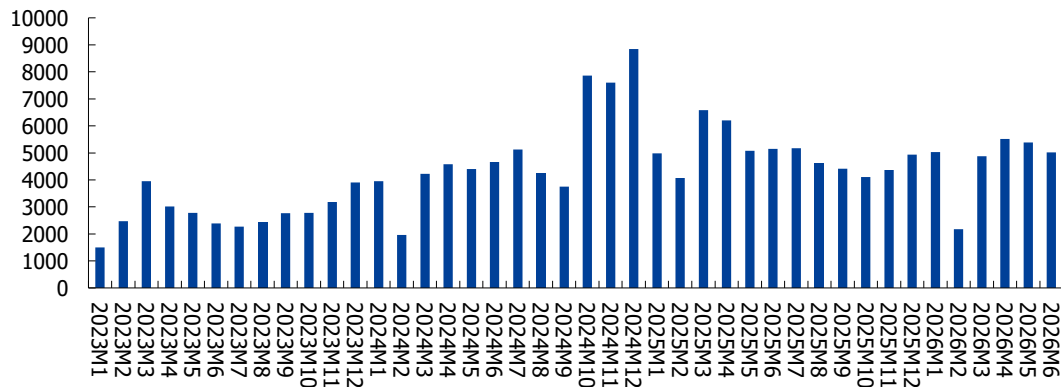
2.1深圳：本轮政策力度最大，成交量提升弱于上海且受高挂牌拖累

- **新房：成交量方面**，深圳4月29日发布的新政力度为一线之最，打开核心区限购且公积金贷款额度上浮，政策效果弹性最强——新房成交面积5月同比+48%、6月同比+19%，均为四城最高；但受上年同期高基数拖累，上半年新房成交面积累计同比-7%，为四城中跌幅最大。**价格方面**，深圳新建商品住宅价格指数2026年6月同比-3.6%，较上年末微增0.3%，价格指数在新政后逐月改善，我们认为主要是核心区高端改善盘成交占比提升带动价格边际企稳。
- **二手房**：深圳二手房受政策提振但整体仍受高基数影响。**成交套数方面**，政策前市场偏淡——2月二手住宅成交2175套（同比-47%）、3月4873套（同比-26%），新政后核心区成交量回升带动5月成交套数同比+6%，上半年二手住宅成交跌幅收窄至13%。**价格指数方面**，深圳二手住宅价格指数2026年6月同比-4.7%，较上年末+0.6%，新政后同比跌幅逐月收窄，上半年二手房价阶段性企稳。挂牌量方面，深圳二手房挂牌量基本在近几年高点，面临较大的去化压力。

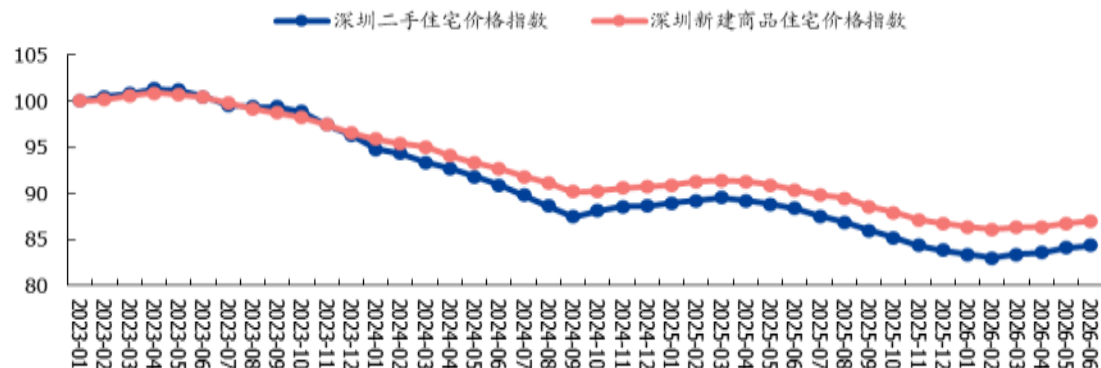
图：深圳商品住宅销售面积(万㎡)



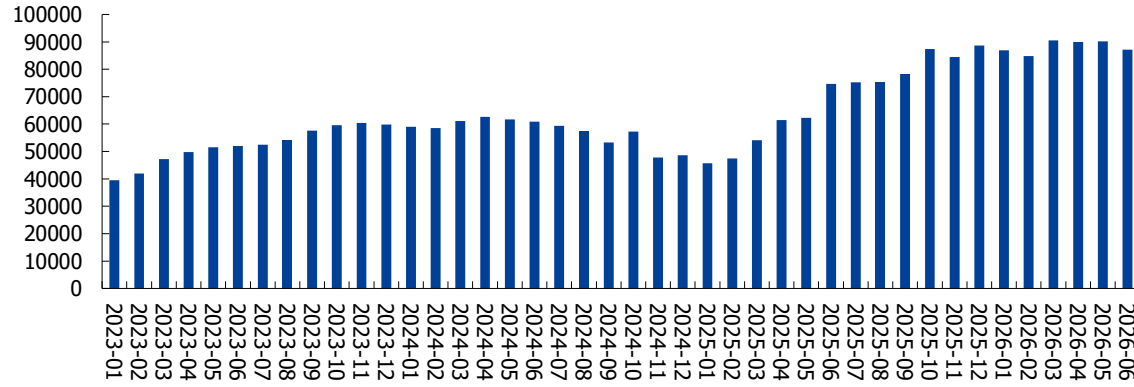
图：深圳二手商品住宅销售套数(套)



图：深圳二手住宅和新建商品住宅价格指数



图：深圳二手住宅挂牌量走势（套）（头部中介口径）

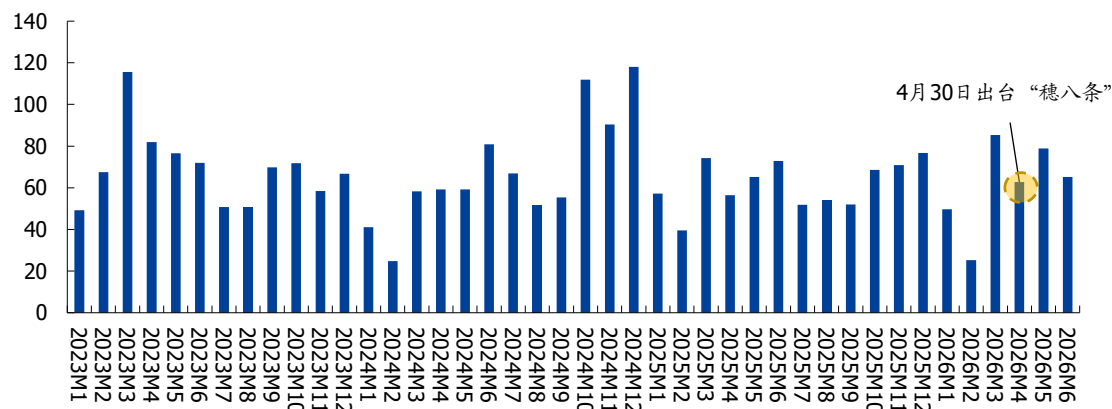


数据来源：Wind、中指，国盛证券研究所

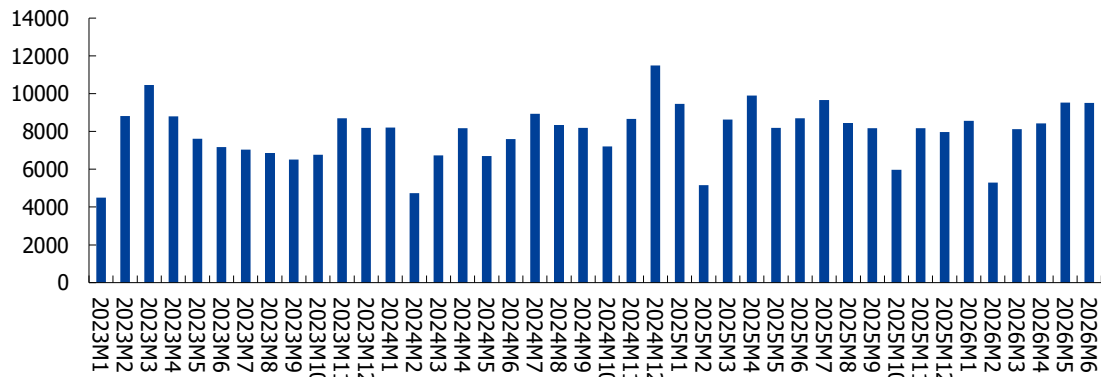
2.1广州：新政后二手房成交量回升，价格端仍面临压力

- **新房：**广州“穗八条”是一线中政策工具箱最完整的组合拳，含公积金贷款额度大幅上调、卖旧买新补贴及二手房收储试点等。**成交量方面**，政策后改善需求明显启动，5月一手住宅成交面积同比+21%，环比+26%，但6月单月同比-11%，出现回落，上半年累计成交同比+0.3%，基本企稳。**价格方面**，广州新建商品住宅价格指数2026年6月同比-2.6%，价格指数当月同比跌幅持续收窄，价格指数较上年末微增0.2%。
- **二手房：****成交量方面**，新政后二手住宅成交套数明显提升，5月、6月分别成交9537、9519套，同比分别增长17%、9%，连续两个月突破9千套；上半年累计成交4.9万套，同比小幅下降1.2%。**价格方面**，广州二手住宅价格指数2026年6月同比-6.1%，跌幅为四城中最大，较上年末-0.3%，为四城中唯一下跌的城市。**挂牌量方面**，截止6月，广州二手房挂牌量较上年10月高点回落约8%。

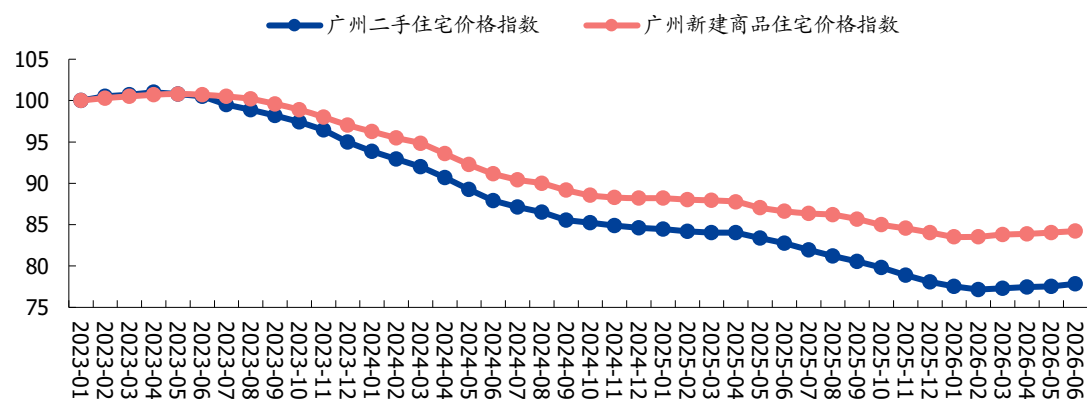
图：广州商品住宅销售面积(万㎡)



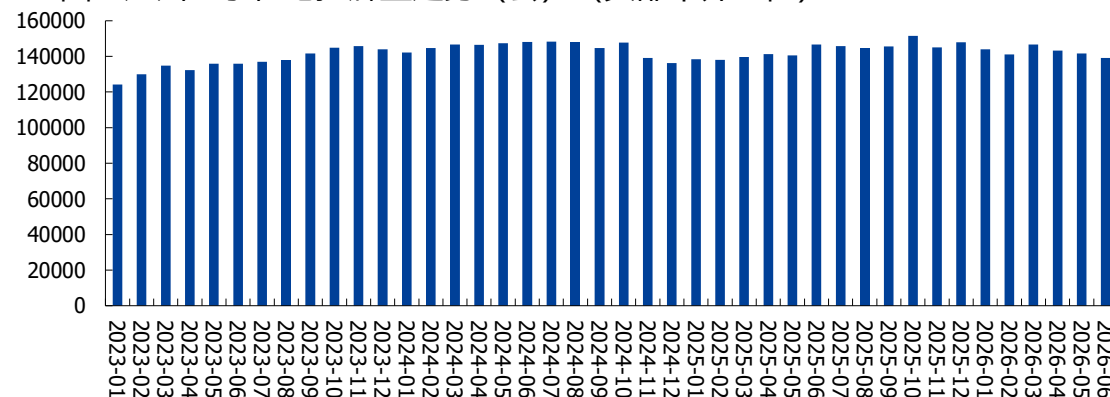
图：广州二手商品住宅销售套数(套)



图：广州二手住宅和新建商品住宅价格指数



图：广州二手住宅挂牌量走势（套）（头部中介口径）

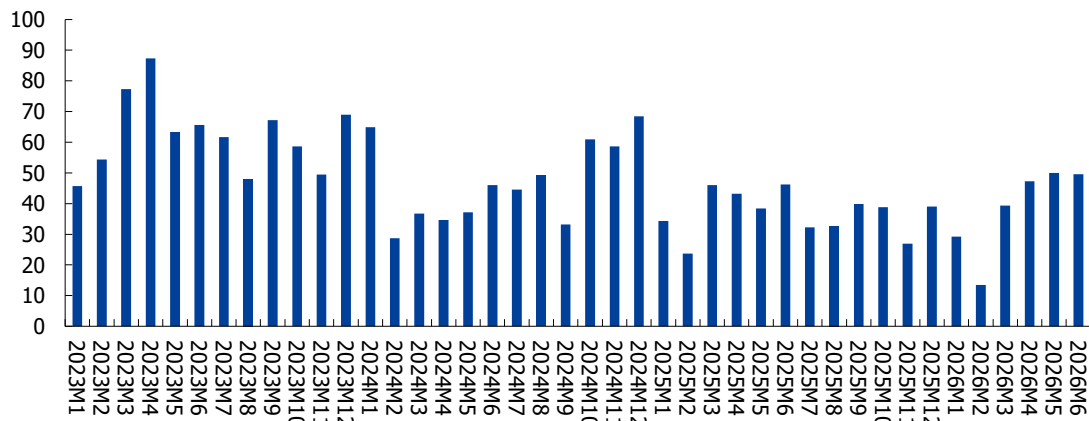


数据来源：Wind、中指，国盛证券研究所

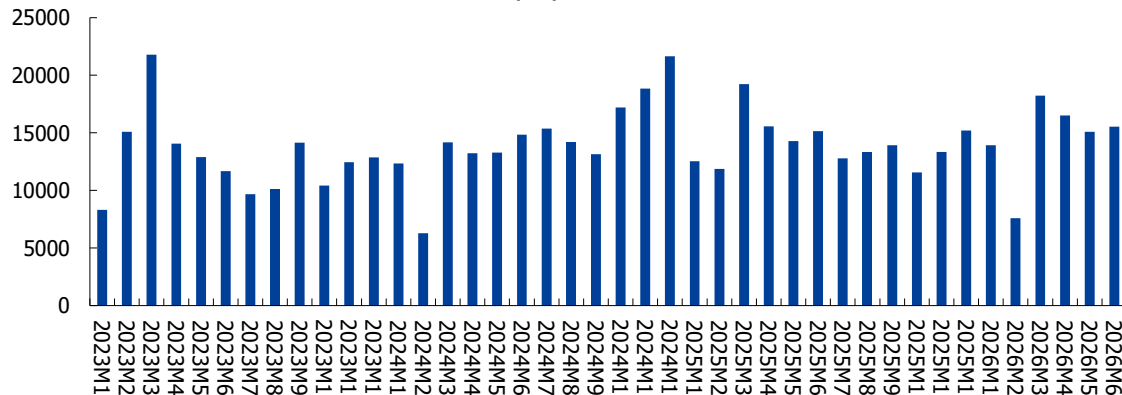
2.1北京：上半年政策力度温和，新房价格指数仍处下行通道

- **新房：成交量方面**，北京上半年政策力度在一线中相对最温和，但4-5月月度成交仍保持高位、未出现往年小阳春后的快速降温，6月小幅回落但上半年整体维持稳定，上半年北京新建商品住宅成交面积同比微降1%。**价格方面**，北京新建商品住宅价格指数2026年6月同比-2%，环比全程窄幅波动，同比跌幅在四城中相对温和但仍处下行通道，价格指数较上年末-0.8%，为年内四城中唯一下跌的城市。
- **二手房：成交量方面**，上半年累计成交8.7万套、同比-2%，年内高点在3月，成交1.8万套，4-5月分别回调至1.7、1.5、1.6万套。**价格指数方面**，北京二手住宅价格指数同比跌幅自年初起持续收窄，2026年6月同比-5.5%，较上年末+1.3%。**挂牌量方面**，6月末北京二手商品住宅挂牌量较上年10月高点下降18%，去化压力缓解。

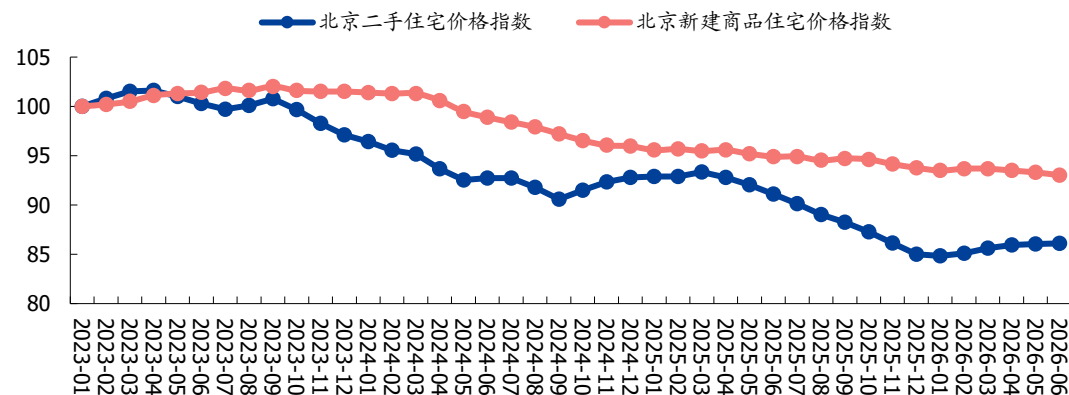
图：北京商品住宅销售面积(万㎡)



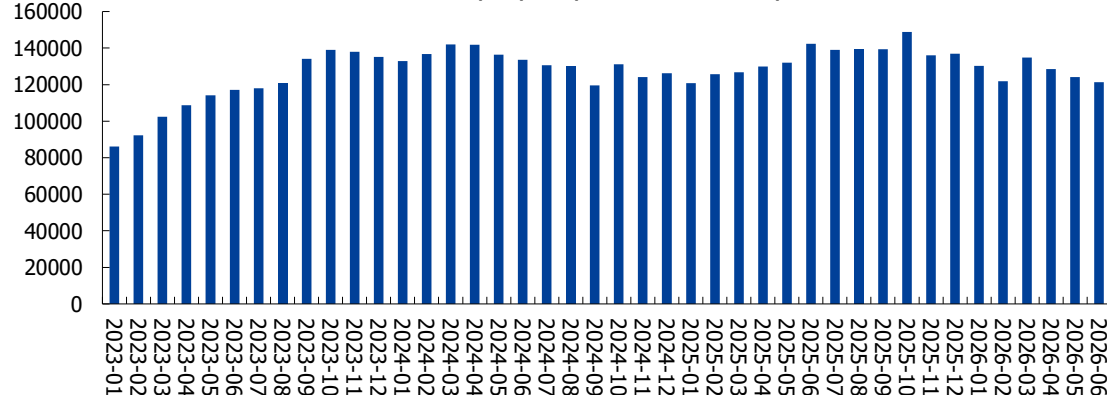
图：北京二手商品住宅销售套数(套)



图：北京二手住宅和新建商品住宅价格指数



图：北京二手住宅挂牌量走势（套）（头部中介口径）



数据来源：Wind、中指，国盛证券研究所

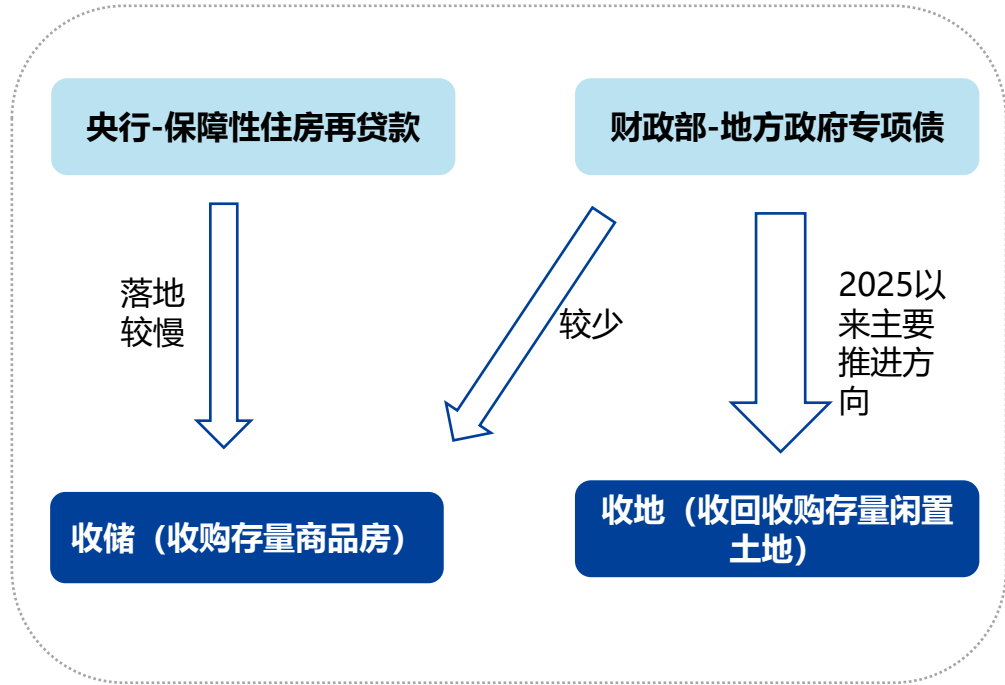
2.2 “去库存” 是2024年以来中央供给端政策主线

- “去库存” 贯穿2024年以来中央对于房地产的顶层设计，是供给端政策的主线，这条线分为收储和收地两条线。回顾中央对于房地产的顶层设计，最早在2024年4月底的政治局会议中，提到“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”。中央在2024年中央经济工作会议、2025及2026年《政府工作报告》、2025年4月政治局会议等中，对收储收地的表述也更加具体，比如提到“盘活存量用地和商办用房，推进处置存量商品房工作”，也在逐步优化相关制度设计，包括“赋予城市政府更大自主权”等。
- 总体来看，相关的政策针对房地产供给端“已经存在的库存”和“未来可能入市的新库存”两方面，聚焦房企已竣工未售现房（超狭义库存）、房企已获取但未开发土地（广义库存）积压的问题，此外在土地供给的量与质上亦有体现（近几年各地供地持续践行“控增量、去库存、优供给”的政策导向，如“以需定供”、库存小的区域鼓励供地等）。我们认为，“去库存”是目前房地产供给端政策的主线，也将会是未来持续发力的方向。

图：中央重要会议/文件关于消化存量、优化增量相关顶层设计

时间	会议/文件	关于房地产“消化存量、优化增量”及相关表述
2024/4/30	政治局会议	继续坚持因城施策。要结合房地产市场供求关系的新变化、人民群众对优质住房的新期待， 统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施 ，抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展。
2024/7/30	政治局会议	要落实好促进房地产市场平稳健康发展的新政策， 坚持消化存量和优化增量相结合 ，积极支持收购存量商品房用作保障性住房，进一步做好保交房工作，加快构建房地产发展新模式。
2024/9/26	政治局会议	要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量 ，加大“白名单”项目贷款投放力度， 支持盘活存量闲置土地 。要回应群众关切，调整住房限购政策，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式。
2024/12/11	中央经济工作会议	大力实施城市更新。持续用力推动房地产市场止跌回稳，加力实施城中村和危旧房改造，充分释放刚性和改善性住房需求潜力。 合理控制新增房地产用地供应，盘活存量用地和商办用房，推进处置存量商品房工作 。推动构建房地产发展新模式，有序搭建相关基础性制度
2025/2/28	政治局会议	实施更加积极有为的宏观政策，扩大国内需求，稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击，稳定预期、激发活力，推动经济持续回升向好，不断提高人民生活水平，保持社会和谐稳定。
2025/3/5	政府工作报告	1、实施更加积极的财政政策。 拟安排地方政府专项债券4.4万亿元、比上年增加5000亿元，重点用于投资建设、土地收储和收购存量商品房、消化地方政府拖欠企业账款等 。2、持续用力推动房地产市场止跌回稳。优化城市空间结构和土地利用方式， 合理控制新增房地产用地供应。盘活存量用地和商办用房，推进收购存量商品房，在收购主体、价格和用途方面给予城市政府更大自主权。
2025/4/25	政治局会议	加力实施城市更新行动，有力有序推进城中村和危旧房改造。加快构建房地产发展新模式，加大高品质住房供给， 优化存量商品房收购政策，持续巩固房地产市场稳定态势。
2025/7/30	政治局会议	宏观政策要持续发力。要落实 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。加快政府债券发行使用，提高资金使用效率。货币政策要保持流动性充裕，促进社会综合融资成本下行。要持续防范化解重点领域风险。 落实好中央城市工作会议精神，高质量开展城市更新。
2026/3/5	政府工作报告	因城施策控增量、去库存、优供给，探索多渠道盘活存量商品房，鼓励收购存量商品房重点用于保障性住房等 。深化住房公积金制度改革。优化保障性住房供给，加快危旧房改造。
2026/4/28	政治局会议	要有效防范化解重点领域风险。 努力稳定房地产市场，扎实推进城市更新 。有序化解地方政府债务风险，着力解决拖欠企业账款问题。
2026/7/30	政治局会议	宏观政策要发力提效，加快财政支出和债券资金使用进度，有力推进“两重”建设和“两新”工作。综合运用并适时调整货币政策工具，优化实施财政金融协同促内需政策。适应不同群体消费需求扩大优质供给，挖掘服务消费潜力。 稳定房地产市场，实施好一揽子化债方案，扎实推进地方中小金融机构改革化险、减量提质。

图：现行收储、收地政策框架



数据来源：中央政府网站，国盛证券研究所

2.3收储：实际推进较慢，核心堵点仍是“算不过来账”

- **中央收储存量商品房政策由央行、财政部双线推进。**①央行通过保障性住房再贷款推进商品房收储：2024年5月17日，央行设立3000亿元保障性住房再贷款支持地方收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房（普遍称为“517”新政）。同年9月24日，央行进一步优化收储政策，央行将出资比例由60%提升至100%（“924”新政），即“原来商业银行放100亿元，央行提供60亿元，现在商业银行放100亿元，央行提供低成本资金100亿元，加快推动商品房的去库存进程”。在“924”框架下，因资金成本的降低，更多项目将符合收储条件。②财政部通过专项债券等方式推进商品房收储：财政部4月10月国新办发布会提到，支持专项债券收购存量商品房用作各地保障性住房。
- **2026年以来收储政策尚未有大的调整。主要为中央在顶层设计上继续强调收储方向，以及在《政府工作报告》、《城市更新“十五五”规划》中提及收储、盘活存量土地，更具体的收储政策内容并没有太多变化。**

图：中央支持收购存量商品房系列政策

时间	部委/机构/文件	内容摘要
2024/5/17	央行	央行设立3000亿元保障性住房再贷款，鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房。
2024/6/13	央行	会议强调，金融机构和有关单位要深入贯彻落实中共中央政治局和国务院常务会议部署，深刻认识房地产工作的人民加强制度保障和内外外部监督，坚持自愿参与、以需定购、合理定价，确保商业可持续，严格避免新增地方隐性债务，切实防范道德风险。
2024/9/24	央行	将3000亿元保障性住房再贷款中央银行资金的支持比例由原来的60%提高到100%，增强对银行和收购主体的市场化激励。
2024/10/12	财政部	用好专项债券来收购存量商品房用作各地的保障性住房。继续用好保障性安居工程补助资金，适当减少新建规模，支持地方更多通过消化存量房的方式来筹集保障性住房的房源
2025/3/5	2025《政府工作报告》	实施更加积极的财政政策。拟安排地方政府专项债券4.4万亿元、比上年增加5000亿元，重点用于投资建设、土地收储和收购存量商品房、消化地方政府拖欠企业账款等。
2025/12/11	中央经济工作会议	着力稳定房地产市场，因城施策控增量、去库存、优供给，鼓励收购存量商品房重点用于保障性住房等。深化住房公积金制度改革，有序推动“好房子”建设。加快构建房地产发展新模式。积极有序化解地方政府债务风险，督促各地主动化债，不得违规新增隐性债务。
2026/3/5	2026《政府工作报告》	着力稳定房地产市场。因城施策控增量、去库存、优供给，探索多渠道盘活存量商品房，鼓励收购存量商品房重点用于保障性住房等。深化住房公积金制度改革。优化保障性住房供给，加快危旧房改造。有序推动安全舒适绿色智慧的“好房子”建设，实施房屋品质提升工程和物业服务质量提升行动。进一步发挥“保交房”的白名单制度作用，防范债务违约风险。深入推进房地产发展新模式的基础制度和配套政策建设。
2026/5/22	国务院《城市更新“十五五”规划》	明确要“激活城市存量资源潜力”，提出要“更大力度支持盘活存量土地”。

2.3收储：实际推进较慢，核心堵点仍是“算不过来账”

- 收储的实际推进可能仍偏慢，一方面兼顾多方利益，另一方面现阶段综合资金成本与运营成本尚未有效覆盖出租回报率，即核心堵点可能还是“算不过来账”。
- 央行条线的保障性住房再贷款，最后一次披露在2024年9月底，已投放的余额162亿元（总额度3000亿元）。财政部专项债券条线，根据中指不完全统计，截至2026年3月末，全国累计发行用于收购存量商品房的专项债券超60亿元，收购存量商品房约1.3万套，建筑面积超100万m²，但整体发行规模仍偏低，发行节奏较为缓慢。今年以来，河南、湖南、重庆等地强调“推进利用专项债收购存量商品房用作保障性住房”。总体来看，不论是央行还是财政部条线，收购存量商品房的落地规模不大。
- 我们认为核心并不是额度问题，而是每个项目都需要平衡开发商、银行、政府平台三方利益，各地方政府推进意愿不尽相同。其次，我们在2025年度策略中也详细测算了“924”框架下资金成本，并对比了不同能级城市的租金回报率，报告给出的结论是一线城市租金勉强覆盖地方收储平台成本、二线城市租金基本覆盖。
- 但从今年以来收储落地的状态推测，地方收储的核心堵点可能还是“算不过来账”，
 - ①在有大量保障房租赁需求的一线城市，因房价整体偏高而租金回报率较低，目前基本还是算不过来账，因此地方政府推进较为困难。
 - ②在租金基本覆盖成本的二线城市，部分城市可能因实际保障房租赁需求不足/地方政府大体已完成阶段性保障房建设任务，因而地方推进意愿不足。
 - ③部分城市可能因地方财政压力等问题，无法筹措足够的资本金以启动收储项目。
- 如果单纯从优化该政策的角度，我们可以做的包括：降低中央扶持资金（专项贷款、专项债）的资金成本、延长借款资金久期、加大扶持资金总量等等。
- 如果去深入讨论收储政策的效用，存量商品房无论在开发商手中还是在政府手中，都是供给，只是以不同的形式投向市场，并不能从根源上解决供给过剩的问题。其次，若以保障性租赁住房的形式投向市场，一旦量大恐动摇租金市场，进而进一步动摇二手房价格。而量少，则本身政策影响效果有限。

2.4收地：2026H1的收地进度相较25年有所放缓

- 中央支持回收收购闲置土地也分为央行、财政部两条线，具体政策推动上以财政部的地方专项债券为主要发力点。在2024年“517”新政中，自然资源部最早明确支持地方按照“以需定购”原则，以合理价格收回闲置土地，并提到可通过地方政府专项债券等予以资金支持。2024年10月，财政部明确允许专项债用于土地储备、支持地方政府使用专项债券回收符合条件的闲置存量土地、确有需要的地区也可以用于新增的土地储备项目。2026年3月，自然资源部提出各省（区、市）要建立健全新增建设用地与存量建设用地盘活挂钩机制，年度新增城乡建设用地原则上不得超过盘活存量土地面积；随后自然资源部对此要求进行解读，强调“重点用好存量资源‘精供优供’”，新增建设用地与存量建设用地盘活挂钩，为各地定下硬性指标，进一步明确盘活存量土地的重要性。

图：中央支持回收收购存量闲置土地系列政策

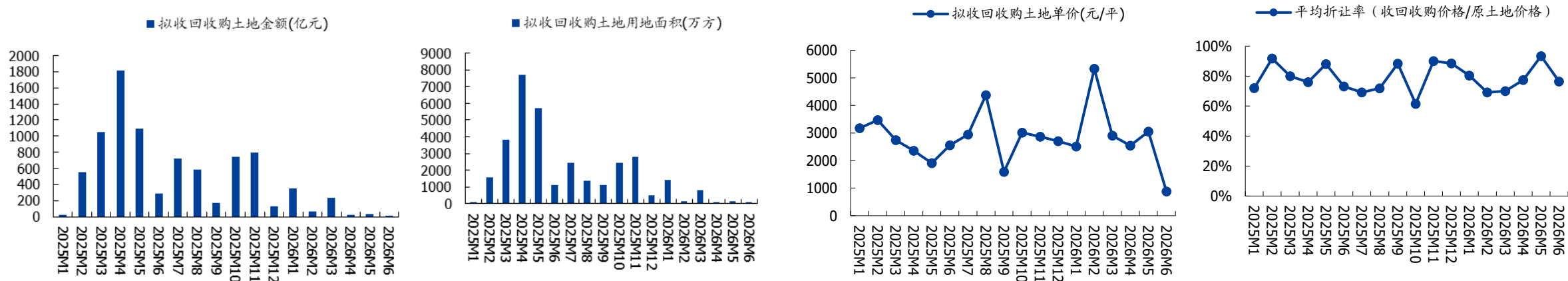
时间	部委/机构/文件	内容摘要
2024/5/17	住建部，自然资源部	妥善处置盘活存量土地。目前尚未开发或已开工未竣工的存量土地，通过政府收回收购、市场流通过转、企业继续开发等方式妥善处置盘活，推动房地产企业缓解困难和压降债务，促进土地资源高效利用。支持地方按照“以需定购”原则，以合理价格收回闲置土地，用于保障性住房建设。允许地方采取“收回—供应”并行方式来简化程序，办理规划和供地手续，更好地提供便利化服务。建立可持续的资金保障机制，对于收回、收购的土地，用于保障性住房项目的，可通过地方政府专项债券等予以资金支持。给予税费支持。政策也对地方明确了要求，收回、收购土地应当量力而行，统筹考虑项目收支平衡，不增加政府隐性债务风险
2024/9/24	央行	在将部分地方政府专项债券用于土地储备基础上，研究允许政策性银行、商业银行贷款支持有条件的企业市场化收购房企土地，盘活存量用地，缓解房企资金压力。在必要的时候，也可以由人民银行提供再贷款支持。这项政策央行和金融监管总局正在研究
2024/10/12	财政部	允许专项债券用于土地储备。支持地方政府使用专项债券回收符合条件的闲置存量土地，确有需要的地区也可以用于新增的土地储备项目
2024/11/7	自然资源部	自然资源部发布《关于运用地方政府专项债券资金收回收购存量闲置土地的通知》（自然资发〔2024〕242号）：要求各地积极运用地方政府专项债券资金加大收回收购存量闲置土地力度，同时明确运用专项债收购存量土地的收购范围、收购价格、再供应原则等细则，为地方执行具体政策提供指导
2024/12/22	国务院办公厅	国务院办公厅发布《关于优化完善地方政府专项债券管理机制的意见》（国办发〔2024〕52号）：开展专项债券项目“自审自发”试点。下放专项债券项目审核权限，选择部分管理基础好的省份以及承担国家重大战略的地区开展专项债券项目“自审自发”试点，支持经济大省发挥挑大梁作用。对“自审自发”试点地区以外的省份，完善项目审核“绿色通道”机制
2025/3/4	自然资源部、财政部	自然资源部、财政部发布《关于做好运用地方政府专项债券支持土地储备有关工作的通知》（自然资发〔2025〕45号）：明确发债要求及资金使用主体、完善专项债券申报审核流程、做好资金和收益的综合平衡、严格监督管理
2025/3/5	2025《政府工作报告》	实施更加积极的财政政策。拟安排地方政府专项债券4.4万亿元、比上年增加5000亿元，重点用于投资建设、土地收储和收购存量商品房、消化地方政府拖欠企业账款等
2026/3/5	自然资源部	统筹存量和增量建设用地促进内涵式发展，并提出各省（区、市）要建立健全新增建设用地与存量建设用地盘活挂钩机制，年度新增城乡建设用地原则上不得超过盘活存量土地面积
2026/5/22	国务院《城市更新“十五五”规划》	1、盘活存量土地方面：规范空间复合利用，推行土地混合开发和用途合理转换；存量用地发展国家支持产业可享不超过5年过渡期，期满可租赁或协议出让；降低多主体合作改造税费负担，推行长期租赁、先租后让、弹性年期供应；优化不动产登记，健全混合利用、立体开发登记规则。2、激活城市存量资源方面：全面摸清存量资产底数，分类处置已供未开发土地和在建项目，盘活闲置老旧厂房、商业办公用房、商品住房、公房等；完善商品房基础制度，优化保障性住房供给，解决新市民、青年住房困难；因城施策增加改善性住房供给，规范住房租赁市场等

数据来源：中央政府网站，自然资源部，财政部，国新办，国盛证券研究所

2.4收地：2026H1的收地进度相较25年有所放缓

- 在中央政策指引下，全国各地大规模公告拟回收收购土地，至2026年6月底涉及总金额超8000亿元。根据中指数据统计，截至2026.06，全国各地政府拟使用专项债回收收购存量闲置土地共6409宗，涉及总金额约8682元，涉及总用地面积3.3亿方，平均回收收购土地单价2610.7元/平。平均折让率（回收收购价格/原土地价格）方面，能够匹配到原土地价格的项目整体折让率为76.8%，即政府拟回收收购价格打了大约8折。
- 2025年3-5月是各地公告拟回收收购土地的高峰，6月后规模逐渐减少，由高峰的月均1319亿元降至2026H1的月均119亿元。从单价看，2025年收地高峰期3-5月相对偏低，指向这个时间段土地大部分集中在相对低能级城市，此后单价整体抬升，表明规模收缩但结构更聚焦高能级城市。

图：各地政府拟使用专项债回收收购存量闲置土地金额、用地面积、单价、平均折让率

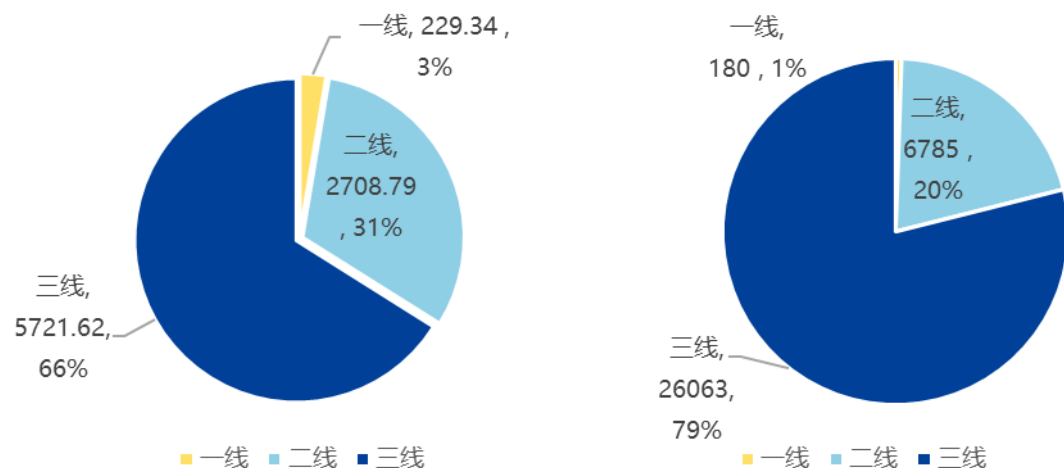


数据来源：中指，国盛证券研究所。注：统计时间为2025年以来至2026年6月底。

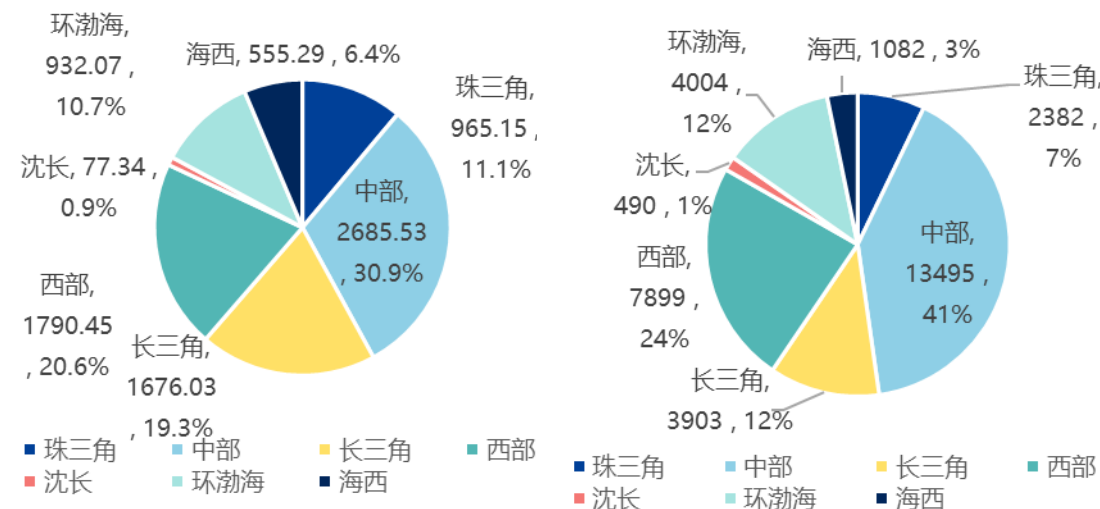
2.4收地：2026H1的收地进度相较25年有所放缓

- 从结构看，三线城市拟回收收购土地占比最大，二线次之、一线最小，我们认为这一定程度与地方财政压力有关。截至2026.06，三线城市拟使用专项债回收收购土地涉及金额达5721.64亿元，占全国总体的66%；面积占比因单价相对较低而更大，涉及面积近2.6亿方，占全国总体的78.9%。二线城市涉及金额占比31%、一线占3%。我们认为这与地方土地财政压力有关，越低能级城市压力越大，也因此对拟使用专项债收回土地的资金渴求更大。
- 从经济大区看结构相对均衡，主要经济圈中，中部涉及金额占比最大为30.9%，珠三角/中部/长三角/西部/沈长/环渤海/海西占比分别为11.12%/30.93%/19.30%/20.62%/0.89%/10.74%/6.40%。面积占比方面，珠三角/中部/长三角/西部/沈长/环渤海/海西占比分别为7.16%/40.58%/11.74%/23.75%/1.47%/12.04%/3.25%。

图：各地政府拟使用专项债回收收购存量闲置土地金额（左，亿元）面积（右，万方）分城市能级



图：各地政府拟使用专项债回收收购存量闲置土地金额（左，亿元）面积（右，万方）分经济区域

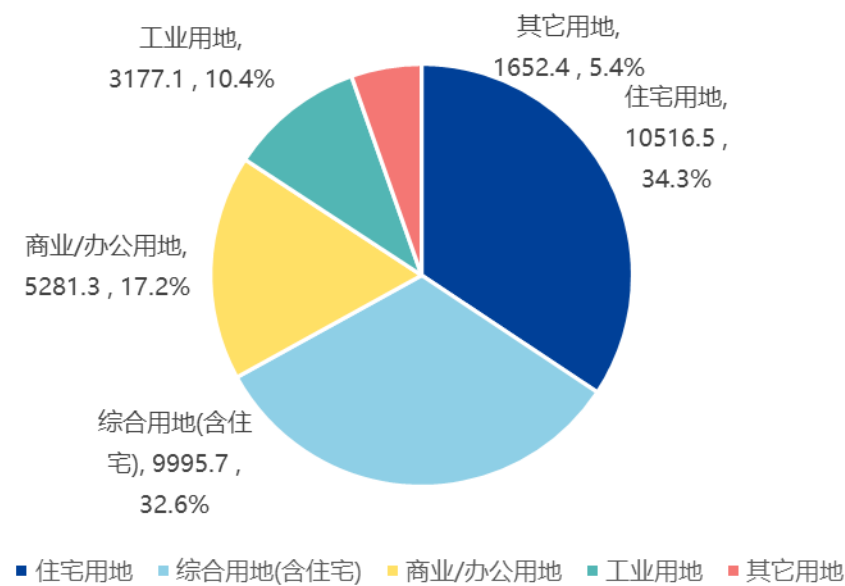
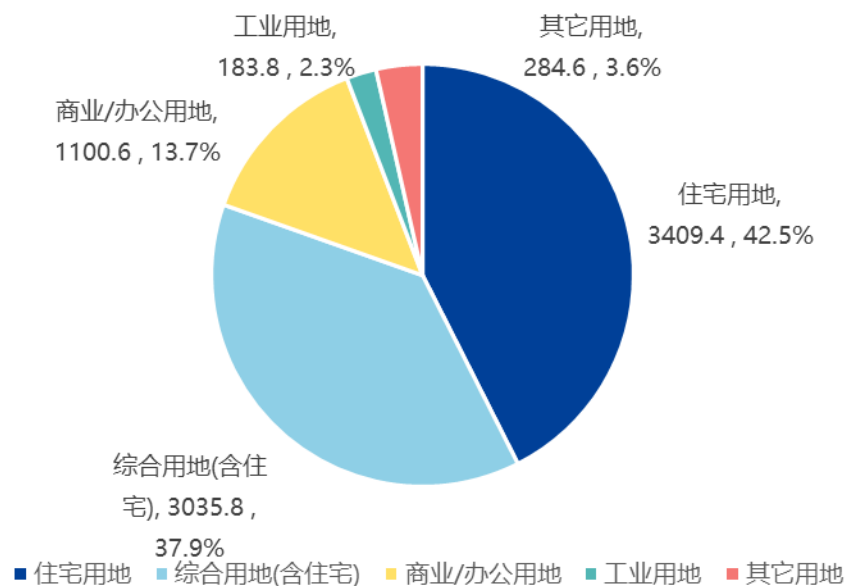


数据来源：中指，国盛证券研究所。注：统计时间为2025年以来至2026年6月底。

2.4收地：2026H1的收地进度相较25年有所放缓

- **从用地性质来看，拟收回涉宅用地占比较大。**具体来看，各地拟使用专项债收回土地中，住宅用地金额占比达42.5%，综合用地（含住宅）占比37.9%，合计占比超80%；面积方面，两者合计占比约67%。整体来看涉宅用地占比较大。
- 此外，商办用地金额与面积占比分别为13.7%和17.2%；工业用地占比较小，金额与占比分别为2.3%和10.4%。

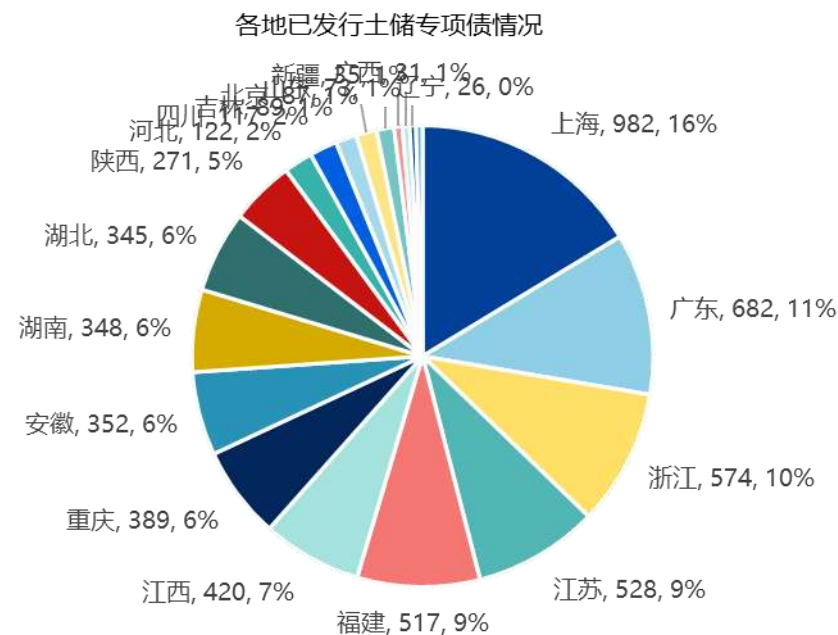
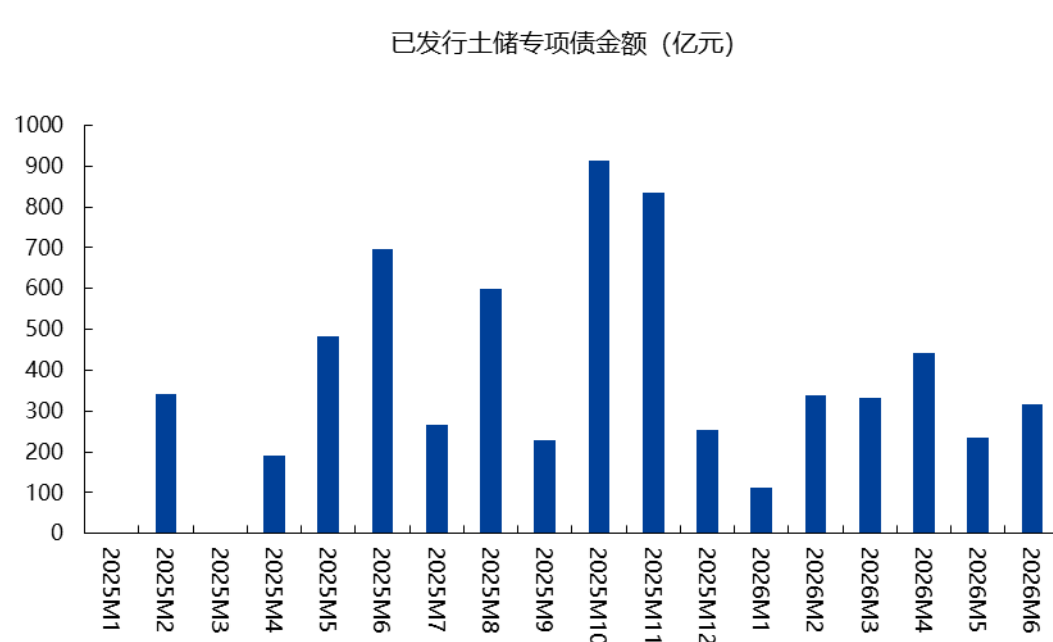
图：各地政府拟使用专项债回收收购存量闲置土地金额（左，亿元）面积（右，万方）分用地性质



2.4收地：2026H1的收地进度相较25年有所放缓

- **土储专项债发行2025M10-11月有一定提速后2026年再次缩量，目前超过6500亿元。**根据Wind统计，截至2026.06，全国各地已发行的用于土地储备的专项债券规模合计为6581.2亿元，其中2025年发行4805亿元，2026H1发行1776亿元。从区域看，目前已经发行的地区主要是专项债“自审自发”试点区域。从节奏上看，2025M10-11月发行有一定提速，月均超800亿元；今年以来再次缩量，月均发行金额约300亿元。
- **整体发行量不小，但市场感观不强，一是实际投放时更多是调规换地，开发商实际能拿到钱比较少；二是专项债向主流开发商的也不多；三是本页统计为地方土储专项债，并非全部是用于回收收购存量闲置土地，统计口径与上文拟发行有一定的差别。**

图：各地已发行土地储备专项债金额及区域结构（截至2026.06，亿元）



数据来源：Wind，国盛证券研究所。注：统计时间为2025年以来至2026年6月底。

3. 商业回顾与展望

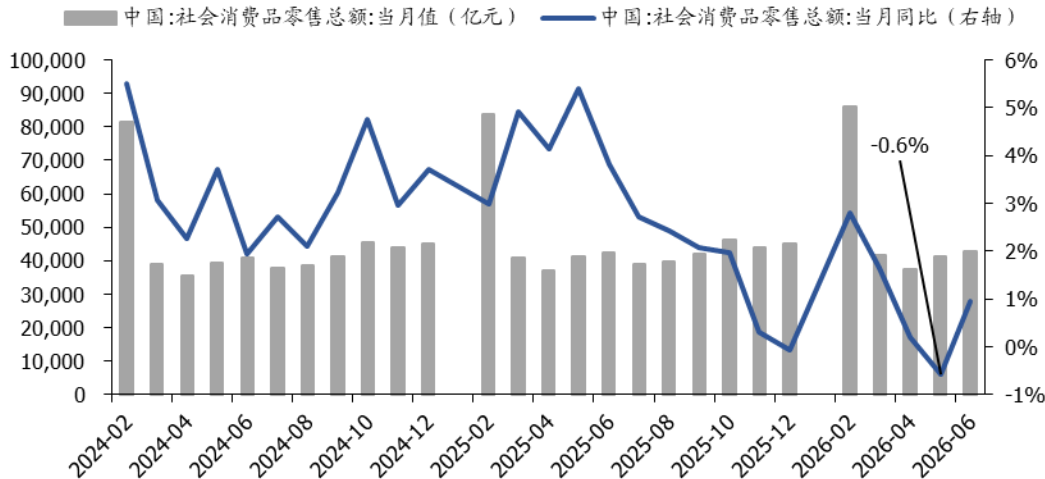
26M5社零单月增速转负，结构延续K型分化；
对26H2总量谨慎、结构性品类乐观

- 1、2026H1商业市场回顾
- 2、消费&商业REITs
- 3、2026H2商业展望

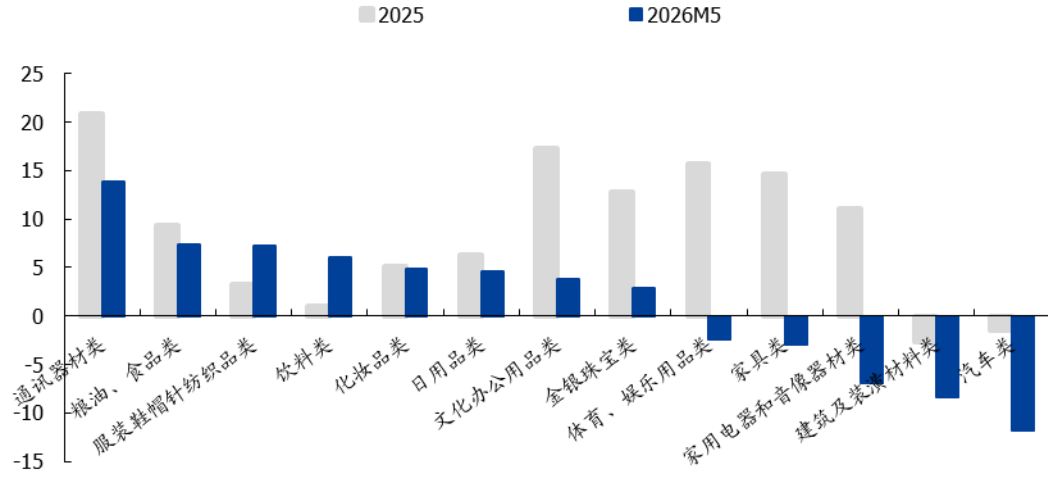
3.1 2026H1商业回顾：26M5社零单月增速转负，结构延续K型分化

- 经济复苏基础尚不牢固，加之地产下行持续磋伤居民资产负债表，消费市场依旧延续“K型分化”格局，拖累26M5社零单月同比增速自2022年底以来首次转负。2026M1-M6，我国社零总额248,722亿元，同比增长仅1.3%；其中5月单月社零总额41,090亿元，同比下降0.6%，增速由正转负。社零总额增速自2023年高点回落后呈现逐年走低趋势，2026年5月单月-0.6%增速为自2022年底以来首度转负。背后是居民消费从总量驱动走向理由驱动，缩量下“刚需、值得、信任、便捷”为主导的功能消费与情绪消费（服务、体验、身份认同、个性表达等为主导）并存，而后者对品牌的溢价容忍度显著大于前者。
- 总量走弱，业态呈现结构性特征：
 - 1、需求透支、高基数和消费决策延后共同作用低频、大件的消费品类下降。过往支撑社零总量的汽车（尽管购物中心里的新能源车多为固租，但从长期看亦受影响）、家用电器、家具类等低频大件在今年增速走冷；一方面今年“以旧换新”政策效应退坡（2025年3000亿元超长期特别国债拉动相关商品销售额超2.6万亿元，与“6·18”大促共同推高基数），另一方面其增速承压一定程度与居民收入预期、地产周期相关，大件消费品面临政策窗口过后的需求承接问题。
 - 2.奢侈品消费复苏谨慎，“轻客”信心依旧脆弱。2024年起我国奢侈品消费增速放缓，2025Q3以来在权益市场回暖带来的财富效应、境外高消费持续回流、头部企业人事架构调整、战略迭代等多重背景下重奢行情企稳修复。当前复苏情况与我们基于宏观消费基本面并未根本逆转（奢侈品消费收缩主要来自“轻客”，其消费与经济波动密切相关）而判断的“温和反弹但不超预期”一致，对应今年奢侈品品牌对扩张决策仍持谨慎态度，围绕存在感、叙事深度与区域适配度的打法，聚焦高能级城市核心商圈老店、去繁求简集中资源区打造更有深度的服务与体验。从商业运营角度看，重奢或不再是当下拉动消费载体业绩增长的最优或唯一路径。相比之下，多元化业态组合与高性价比品类在大多数城市/消费载体更能适配当前市场需求。

图：社零总额及增速



图：2025年及2026M5社零总额分品类累计同比（%）

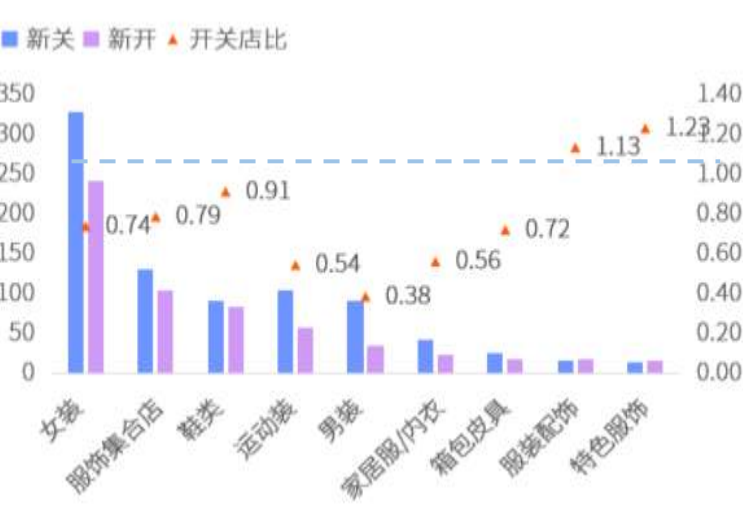


数据来源：Wind，国盛证券研究所。注：“轻客”指年消费2000欧元以下或2000至5000欧元的群体，在整个市场中的占比接近60%。

3.1 2026H1商业回顾：26M5社零单月增速转负，结构延续K型分化

- **3、服装开关店比0.71创近一年新低，运动转向户外运动。**根据赢商网数据，2026Q2标杆购物中心服装开关店比为0.71，创近一年新低；细分品类中，除占比小的服装配饰、特色服饰外，开关店比均小于1，男装（0.38）、运动装（0.54）、家居服/内衣（0.56）、箱包皮具（0.72）开关店比最为疲软。其中，Wilson、Salomon等户外运动品类以极强社群和圈层文化，赋予重塑身份认同的情感价值，进而得以持续抢占NIKE、MLB、FILA、Columbia、中国李宁、安踏等国内外大众运动品牌的市场份额（特指标杆购物中心市场份额，不包含奥特莱斯等）。
- **4、时尚生活开关店比1.01；潮流数码、户外用品延续扩张趋势，谷子经济已过最疯狂后的红利期。**根据赢商网数据，2026Q2 DJI大疆、影石insta360、陶朱新造局、拓竹、Rokid 等潮流数码（该品类也受益于产品与技术创新）持续走强，开关店比达1.8；香氛、美睫、美甲产品的新店上行亦推动美妆护理回暖（开关店比达1.1）。与此同时IP主题店与谷子店表现出现分化，后者在两年野蛮生长后市场面临饱和、商业模式不稳定、同质化严重等问题，线下业态已现疲态。
- **5、餐饮整体未走出承压区，从“吃饱”到“吃好”。**近年来大众餐饮市场普遍呈现“客单价敏感”趋势，即“降客单，但还是要吃好”，偏好逐渐倾向有质感、有尊严的“小漂亮饭”。具体来看，2026Q2中式餐饮为餐饮唯一中开关店比小于1的细分品类；针对年轻人轻社交需求的烧烤/铁板烧走强，顾客最能感知的日料在异国风情餐饮中突起，而烘焙甜品、茶饮水吧等高频餐饮品类延续高洗牌态势。
- **6、传统消费品类压力不减。**腕表、儿童零售、鞋履表现持续低迷；女装（尤其少淑）受线上冲击明显，价格竞争激烈；箱包皮具复购频次低，持续承压；男装、茶馆等男性相关业态压力较大，部分需求转移至户外运动。

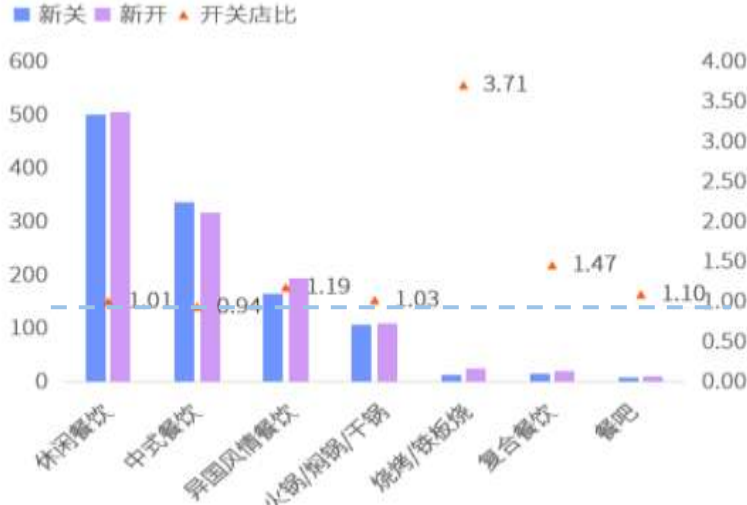
图：2026Q2服装细分品类开关店情况



图：2026Q2时尚生活细分品类开关店情况



图：2026Q2餐饮细分品类开关店情况

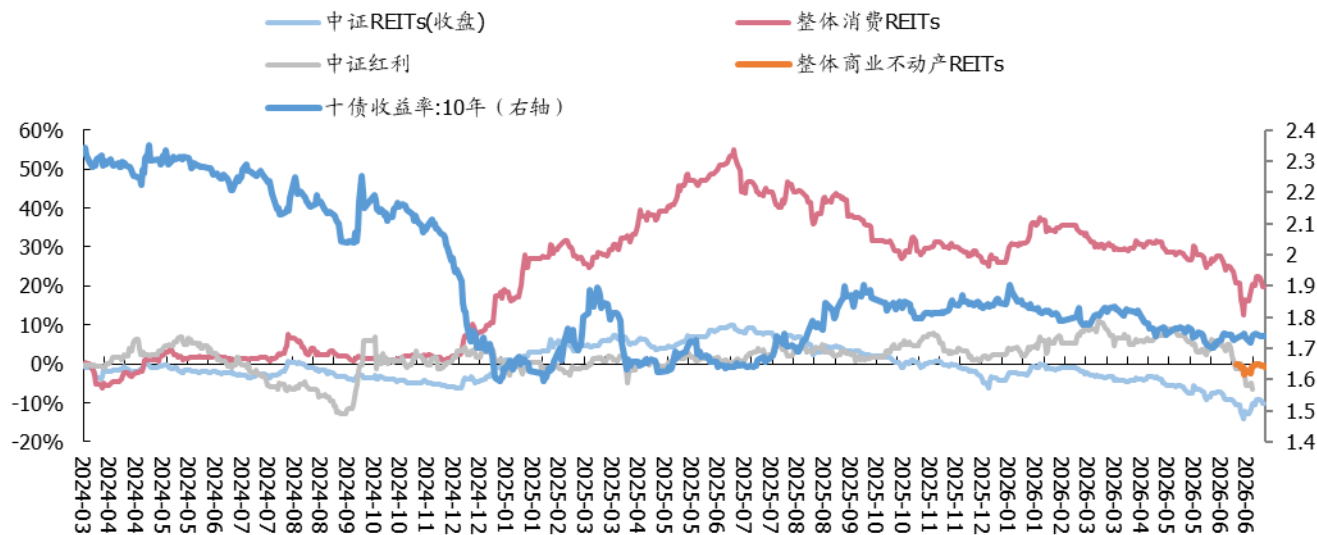


数据来源：赢商网，国盛证券研究所。注：上图中新开/新关单位为店铺数量（家）、开关店比为右轴

3.2 消费&商业REITs：资产之间的守与攻分化更清晰

- 消费REITs年初以来有所回调，年初至今板块涨幅市政水利 > 生态环保 > 交通 > 能源 > 数据中心 > 消费 (-1.7%) > 保障房 > 仓储物流 > 产业园区。2026H1二级市场震荡下行，2026年开年REITs市场经历一轮修复性上涨，3月无风险利率上行对产权类REITs形成压制，市场情绪走低，随后叠加配置盘跑路及AI科技、商业REITs吸筹、基本面承压（背后对应广义商业地产估值 影响，C-REITs承压回调，直至7月初因指数基金利好迎来反弹期间(2026年以来至07-10)消费基础设施公募REITs整体 (-1.7%) 较中证REITs (收盘) (-5.5%) 表现出更强的抗跌性。具体到个股，截至2026-07-10，华夏首创奥莱、中金唯品会奥莱REIT年内表现最优，两者底层资产均为当前高景气度的线下商业“奥特莱斯”。
- 四只商业REITs产品自6.18延续上市以来的分化态势，背后是资金对不同类型商业资产的预期差异。6月18日国内首批4单商业不动产REITs挂牌上市，开启双轮驱动的发展格局，底层资产由购物中心、奥莱、社区商业、农贸市场等新增写字楼、酒店等多元业态。四只商业REITs产品表现分化：截至7.10，四只产品表现延续首日开盘的分化基调，汇添富上海地产商业/中信建投首农商业/国泰海通砂之船商业/中金唯品会商业REIT分别较发行价-10.3%/-0.1%/+16.6%/+1.9%，反映出**优质奥莱资产受捧，商办类资产受宏观经济环境与市场供需变动因素影响市场信心较弱**。
- 与红利资产相比：1.产权REITs股息率处于中等水平；2.宏观经济波动时，REITs底层资产直接绑定租金、出租率，受宏观基本面的影响路径更直接；而红利标的覆盖多个行业板块，可受益于风格轮动与配置资金外溢，流动性更强，理论上防御性亦更强。3.上行周期中，REITs尤其消费REITs的弹性强于红利，其中消费REITs调整期抗跌性更优。

图：消费、商业REITs二级涨幅与中证REITs涨幅、中证红利涨幅及十债收益率对比（右轴单位：%）



图：REITs与红利资产对比

单位：%	沪深300	中证红利	红利低波100	红利低波	香港红利	中证REITs全收益	消费REITs
股息率	2.7	5.4	5.5	5.8	6.0	4.7 (产权) 10.2 (经营权)	4.3
过去一年涨幅度	19.8	-6.8	-8.2	-13.2	4.6	-11.3	-8.2
2026年涨幅	3.3	-5.8	-7.3	-8.1	-0.5	-2.9	-3.6
2025年涨幅	17.7	-1.4	-0.7	0.4	20.1	4.3	19.6
2024年以来最大回撤	-5.60	-16.52	-15.18	-14.93	-14.55	-12.82	-11.4

数据来源：Wind，国盛证券研究所。注：中证REITs产权、经营权、消费REITs股息率为根据指数成本股的股息率计算得出，仅供参考。REITs与红利资产对比数据对比截至2026-07-10。

3.2 消费&商业REITs：资产之间的守与攻分化更清晰

■ 当前零售压力持续显现，我们认为存量博弈的“加减法”下，消费reits的分化将比之前更清晰，一边是主力店调整难题，一边是成熟期商业体的涨租破解；一边是固有地段红利的失效，一边是资管运营赋能。介于资产之间的守与攻分化更清晰，当前季度建议重点关注具备上行潜力的华夏华润消费REIT、华夏大悦城商业REIT。

■ 2026Q2已上市消费REITs在运营数据端相对稳健但呈现常规季节性回落，且消费REITs之间的分化较之前更清晰。整体来看，底层项目平均出租率为96.5%，环比-0.6pct，同比-0.7pct；平均租金为219.9元/平/月，环比-7.7pct，同比+6.2pct。从同项目口径看，平均出租率为96.8%，环比+0.4pct，同比-0.4pct；平均租金为222.5元/平/月，环比-6.4%，同比+2.1%。具体来看，华夏金茂商业REIT、嘉实物美消费REIT、中金绿发商业REIT录得底层购物中心租金同环比双增；其中中金绿发商业REIT因主力超市大面积撤租，出租率下滑11pct至86.2%，带来场内高租金商户占比被动提高。华夏华润消费REIT、华夏大悦城商业REIT、中金印力消费REIT兼顾较高出租率的同时实现租金同比增长，但租金环比回落。奥莱REITs的租金水平普遍因季节性波动，叠加开放式街区形态易受降雨天气扰动，出现租金水平环比较大幅度回落（联营模式与销售额相关）。此外，华安百联消费REIT亦面临短期调整压力，因正推进零售业态向餐饮业态调整，项目二季度出租率及租金水平均出现同环比承压。

图：已上市消费REITs运营数据

	出租率					走势	环比 (PCT)	同比 (PCT)
	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2			
华夏金茂商业REIT	99.0%	98.6%	99.2%	99.2%	99.7%		0.5	0.6
华夏华润消费REIT	99.0%	98.7%	99.1%	98.4%	99.1%		0.7	0.1
中金印力消费REIT	98.9%	99.1%	98.4%	95.9%	98.7%		2.8	-0.2
嘉实物美消费REIT	95.6%	95.7%	95.6%	94.3%	93.7%		-0.6	-1.9
大成项目	94.2%	94.2%	94.1%	91.4%	89.3%		-2.0	-4.9
玉蜓桥项目	98.8%	99.2%	98.6%	98.2%	98.3%		0.0	-0.5
华天项目	91.2%	91.2%	91.2%	90.4%	90.9%		0.5	-0.2
德胜门项目	98.7%	98.7%	99.7%	99.7%	99.8%		0.1	1.1
华安百联消费REIT	95.4%	95.0%	95.6%	95.2%	94.6%		-0.6	-0.8
华夏首创奥特莱斯REIT	97.1%	98.7%	99.0%	97.7%	97.9%		0.1	0.7
济南项目	97.9%	98.5%	99.0%	98.1%	97.4%		-0.7	-0.6
武汉项目	96.2%	98.9%	98.9%	97.3%	98.4%		1.1	2.2
华夏大悦城商业REIT	98.4%	97.1%	98.1%	96.1%	97.2%		1.0	-1.3
易方达华威市场REIT	93.6%	94.8%	95.0%	93.8%	93.4%		-0.4	-0.2
中金中国绿发商业资产REIT		97.0%	96.8%	97.2%	86.2%		-11.0	
中金唯品会奥莱REIT			100.0%	100.0%	100.0%		0.0	
华夏中海消费REIT			99.3%	98.9%	100.0%		1.1	
华夏凯德消费REIT			98.5%	98.0%	97.3%		-0.8	
长沙雨花亭			98.6%	99.0%	98.3%		-0.7	
广州云尚			98.4%	97.1%	96.3%		-0.8	
	租金(元/平方米/月)					走势	环比	同比
	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2			
华夏金茂商业REIT	90.8	91.5	92.0	91.8	92.8		1.1%	2.2%
主力店	34.2	30.9	31.5	31.7	31.7		0.0%	-7.3%
专门店	150.1	153.1	155.7	153.2	156.7		2.3%	4.3%
华夏华润消费REIT	418.4	430.1	436.4	459.0	444.5		-3.2%	6.2%
中金印力消费REIT	251.3	251.4	257.0	277.1	264.3		-4.6%	5.2%
嘉实物美消费REIT	114.6	117.6	120.6	120.9	123.9		2.5%	8.1%
大成项目	88.5	91.8	93.9	92.1	95.4		3.6%	7.8%
玉蜓桥项目	145.5	146.4	150.0	152.1	153.0		0.6%	5.2%
华天项目	92.4	101.4	105.0	104.1	111.6		7.2%	20.8%
德胜门项目	145.8	142.5	147.6	149.1	146.7		-1.6%	0.6%
华安百联消费REIT	234.0	223.0	221.0	209.0	199.0		-4.8%	-15.0%
华夏首创奥莱REIT	153.0	128.2	193.9	226.4	153.1		-32.4%	0.0%
济南项目	151.9	141.7	205.2	256.5	160.7		-37.4%	5.8%
武汉项目	154.3	113.4	181.5	193.2	144.8		-25.0%	-6.1%
华夏大悦城商业REIT	350.6	359.5	377.3	389.8	374.4		-4.0%	6.8%
易方达华威市场REIT	130.4	125.3	128.5	127.8	127.8		-0.1%	-2.0%
中金中国绿发商业资产REIT	120.3	118.8	120.6	118.5	130.8		10.4%	8.7%
中金唯品会奥莱REIT			439.5	460.7	351.5		-23.7%	
华夏中海消费REIT			161.6	158.6	156.4		-1.4%	
华夏凯德消费REIT			213.7	218.6	219.9		0.6%	
长沙雨花亭			155.58	155.36	150.6		-3.1%	
广州云尚			267.45	280.47	291.46		3.9%	

数据来源：Wind，各公司公告，国盛证券研究所。或存在数据口径差异，以公告披露数据为准，仅供参考

3.3 2026H2商业展望：谨慎，走结构依然是整体基调

- 展望2026年下半年，基于消费受宏观经济与居民信心影响较大，预期房地产行业下行趋势难以在短期内自然触底，大政策可期待性不强，资产负债表受损下（房价小跌亦是跌）居民消费内生动力难以快速扭转，整体商业竞争环境或不改激烈态势。K型消费延续，顶层消费人群受益于股票收益等消费相对平稳，中产消费继续降级。
- 预期下半年大多数商业项目或难以完全规避系统性下行压力，主动调整应对市场变化以实现业绩维稳仍将是整体基调，但消费市场仍具备结构性机会。此外我们认为消费行业的复苏进程取决于几大关键支撑：1.居民财富缩水压力缓解（包含收入增长、房价企稳、股市财富效应）；2.内需政策对消费的提振；3.是否能孵化新的主流消费热点，以及能稳定支撑高租金的核心业态；4. AI应用对购物方式、个性化传达、关系维护等上的突破。
- 企业方面，我们认为当前方向仍是从规模扩张走向有效扩张再到聚焦/收敛；由招商填铺走向运营管理再迈向资产管理。
 - 1、摒弃数量堆砌，有效扩张下更加关注内延式增长（体验、服务、共鸣等）与外延式有效增量。前者更加考验已开业项目的精耕细作及运营赋能，此外我们强调关注资产调改积极性（即将项目运营天花板边界往外推的意愿与力度）及调改可塑性两个维度（即项目自身的升级空间上限，如部分早期商业载体的租户布局已接近空间承载上限，难以简单通过增加租户数量实现增长；又如部分社区型商业受限于项目体量因而业态调整空间有限，租金提升幅度也相对平缓）。后者主要取决于企业优质重资产拓展（含收购改造）及轻资产外拓的能力；而有效增量并非指简单堆砌项目数量，而是好的地理位置（如在购物中心或百货较老旧、低端的环境里面开大型商业）、建筑设计以及有效的运营策略（做消费趋势更加精准的捕捉、宏观周期节奏更加确切的把握）的多维组合。
 - 2、规模效应是双刃剑，往后看，企业在合适时间“减重增质”亦是核心课题。企业将更注重收敛/退出非核心资产，聚焦于投资回报确定性更高的大型商业、奥莱、海外商业以及数字化转型。
 - 3、资产证券化加速，部分领先内资房企（如华润置地）已开始探索真正的资产管理模式。资产价值并非永续增长早已验资，资管较运营又更进一步，即根据项目生命周期进行灵活处置，在最优时点实现资本增值与资产替换，通过实现“投融建管退”资本闭环的打通完成从开发商到资产管理者的角色置换。当前二级市场加速商业不动产项目证券化，未来REITs一方面有望成为商业地产主流退出渠道，另一方面亦有望从单一通道向“永续平台”演进。
- 业态层面我们依旧看K型分化，消费者的选择仍将取决于细分市场货品带来的性价比和情绪溢价。
 - 1、预期奢侈品市场小幅复苏，全年行业大概率小个位数增长。其中预期代表社会性符号的顶奢将主导维稳，此外理解变化、尊重文化、高度共鸣情感需求的品牌在国内的表现或优于守旧者。
 - 2、传统男女装下行压力不减，而功能型服饰如运动户外或受益于多场景应用、长期耐性而持续受目标社群和圈层偏爱；
 - 3、高化、美妆市场的激励竞争底色或将加深，线上内卷与线下拥挤并存，后者或仍将面临需通过促销折扣常态化、服务体验提升等方式以维稳的态势；
 - 4、预期情绪（潮玩、二次元）与保值（黄金）消费需求将在高基数下增速放缓，分化或主要在于个性化、故事性与话题热度。



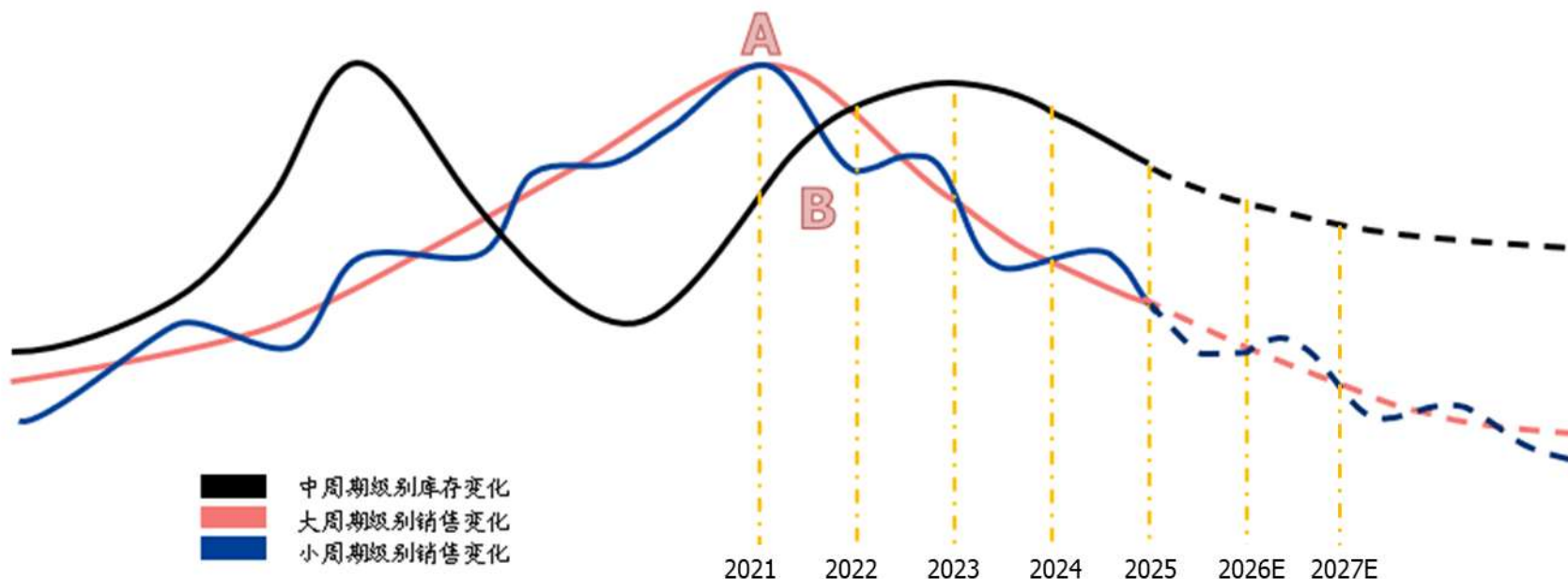
4. 2026H2展望 基本面仍处左侧尚在逼近拐点中、 结构和分化继续、继续等待政策

- 1、地产周期判断与政策展望
- 2、地产投资建议
- 3、商业投资建议

4.1 地产周期判断与政策展望

- 此图首次发布于我们2022中期策略报告《十字路口的房地产》。地产从2024年9月底开始进小周期级别的修复，但尚未能完全带动中周期，所以结果上仅在少部分城市走出小的结构行情。进入2025年，地产新政效用随时间的递减，新房成交持续低迷，小级别的修复在3-4月就结束了，最终市场又被中级别、大级别向下的力量带下去了，多数城市量价跌破2024年930时止跌企稳的平台。进入2026年，楼市走的更加结构，部分城市、城市的部分核心区、产品中的部分新产品成了寡淡背景下的少有亮点。
- 房地产：1、从2021年以后就进入大级别周期向下的趋势中；2、五年过去了，库存指标下的幅度较少，相对库存指标甚至创出新高，意味着中级别的周期力量依然向下；3、小级别周期本轮量价调整幅度有史以来最大，价格对居民信心的压制作用依然很强，趋势力量向下。三周期压力向下的局面在仅五年的年度的维度上从未发生改变，只出现过月度级别的平稳。每一个平台都非常的宝贵，真正中周期趋势级别的修复离不开政策在平台期的加力支持。这个地产周期始终需要外部的非常大的力量去改变其运行的方向，否则小周期有可能向下寻找更低的平台。故而，暂时性的总量无弹性，只能在城市、核心区、部分产品等结构中寻找机会。

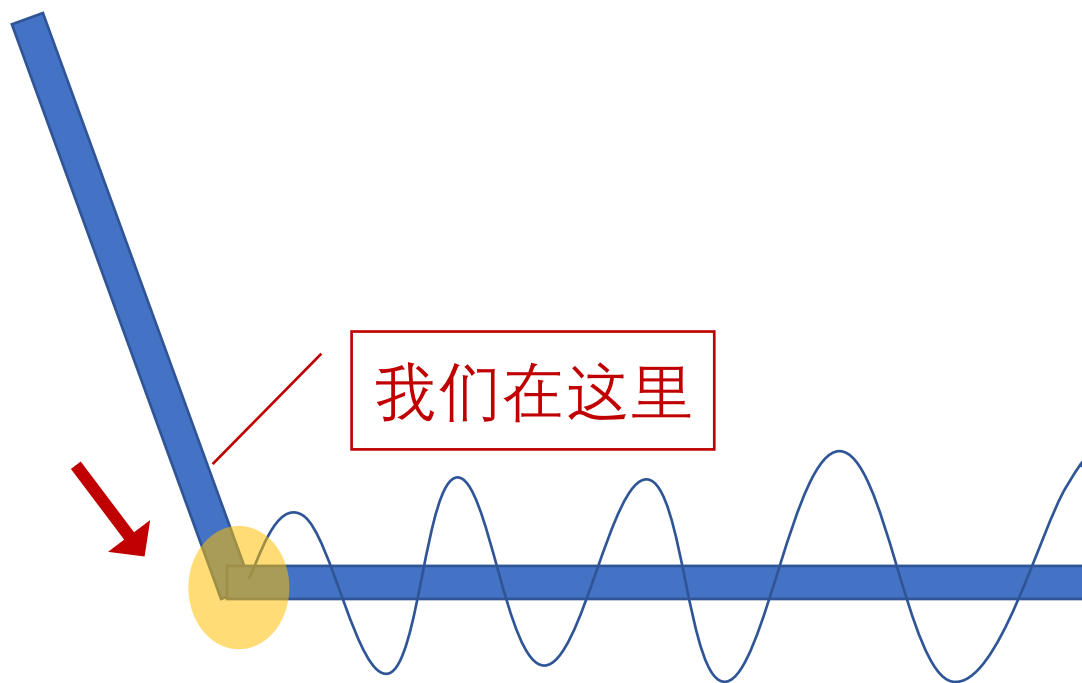
图：地产当下所处的周期位置



4.1新房楼市中期走势趋近于L型，当前在逼近拐点但未到达

- 从大趋势上来看，我国楼市的趋势走向更趋近于L型。自2021年见顶回落开始，经历了5年的下行周期，目前正在逐步的逼近拐点但仍未真正抵达。2026年新房成交总面积、金额相较2025年仍然下一个台阶。而L的横的阶段的时间长度最终也会取决于中国整体经济、宏观政策、全球趋势等等。
- 在逼近拐点和横的阶段的初期，楼市都只存在结构，总量的弹性偏弱，价格的弹性也偏弱特别是向上的弹性。但这并不意味着完全没有大弹性的机会。在这个阶段，总量如果要有真正的弹性，需要货币政策、财政政策、地产政策等多重政策协同落地。

图：楼市走向趋近于L型



4.1 地产周期判断与政策展望

- 我们认为，地产和宏观政策相辅相成，政策始终在路上。我们在去年底展望2026年的时候认为：
- 当前房价跌破止跌企稳的位置、土地市场低迷延续，如果经济层面压力不减的话，那么2026年大概率会推动政策，可能的包括：
 - ✓ 宏观方面，货币、财政政策维持宽松取向。房地产是宏观经济重要组成部分，2025年以来地产量价进一步下行，稳地产任重道远。政策上不仅需要地产端政策推进，也需要货币、财政政策维持宽松取向，需要宽货币和低利率环境。但目前看2026年的降息空间较窄。观察是否有针对房贷利率的特殊政策。住房公积金相关优惠政策有望加码。
 - ✓ 收储收地持续推进。重点观察26年实际收储收地落地资金情况和模式上是否有进步。
 - ✓ 北京、上海、深圳等核心城市购房限制政策有望边际宽松。

实际上，2026年上半年上面提到的三点都有推进，包括公积金贷款放松、收储收地的推进（虽然比2025年弱一点）、一线的进一步放松。

- 展望2026年下半年，政策面可能依然是围绕着上述三点展开。考虑到2026年上半年新房受新规产品结构影响价格平稳，二手房市场也展现出了一点韧性（虽然我们认为只是极少数城市的二手房真的有韧性有结构性企稳），2026年年内较难出现“大”政策，更多是小政策。

如果，想更快速有效的筑稳平台，走过L的拐点，走出中级别趋势，走出高弹性：

■ 可以考虑的有效政策：

- ✓ **需求已多次证明市场信心依赖自身力量企稳之艰难，有效的是激发、释放购买力相关政策。**1、**可以考虑开展主要城市核心区的城市更新活动**，资金由中央层面的专项债、专项贷款支持，资金允许前置使用于拆迁安置，赔偿以现金为主，项目自平衡要求周期拉长。通过以上方式去创造一部分新需求，去激活整个置换链条，交易量的放大同时配合去库存的手段，可以尽快在一二线核心区实现企稳，进而稳定预期。如果以房票形式去展开，恐再度引发地方隐债。2、**同时配合中央给予信心的讲话，降低新购房和存量房的房贷利率**，显著调整LPR或者给予的LPR减点幅度显著扩大。
- ✓ **针对高库存，需要有效的拿掉一部分库存，去加速达到供需平衡。**针对高库存，可以考虑中央层面成立专门的收储平台，统筹管理，由中央主导，资金有中央专项贷款或者专项债进行定向支持，收储的对象向未开发的土地倾斜，收储政策上采取更加灵活的方式，譬如带押过户、譬如以土地原交易价值的8折，直接性的去企稳最底层资产土地的价格，收储后的土地在5年内不再投向市场。可以考虑围绕收土地展开，而不建议做过多的存量商品房收储，匹配保障房需求即可，原因是存量商品房无论在开发商手中还是在政府手中，都是供给，只是以不同的形式投向市场，并不能从根源上解决供给过剩的问题。
- ✓ **支持房企融资，控制供给平台。**对房企融资有一些支持政策，积极推动一些资质不佳的小型国央企和地方城投转型，考虑合并整合，未来以剥离地产主业为目标，减少同一平台下的同质化竞争，减少地方隐债空间，减少无序供应扰乱市场的情况。

4.2地产投资建议

■ 我们认为，地产行业基本面仍然处在L拐点的左侧，地产板块从2024年9月开始按照L拐点右侧演绎，下面分为基本面、股票两个维度展开：

【基本面】

- ✓ 1、房地产行业新房总量机会不大，更多的机会来自结构，特别是我们往年提出“只看好一线+2/3二线+极少量三线城市”观点依然奏效，这个城市组合在销售前期偶尔反弹时表现更好也得到了印证。
- ✓ 2、当下行业基本面总体仍处在左侧，新房无量去化表现一般，二手房有量价格表现一般，拿地受制于新房销售整体谨慎，库存仍在高位。开启右侧仍然缺乏催化，故而当下仍然处在等待进一步催化中，催化通常指有效的大规模房企的放大的成交量。
- ✓ 3、行业竞争格局改善逻辑依旧适用，拿地和销售表现优异的依然是头部国央企和极少量混合所有制及民企，品质房企有望在“好房子”的政策导向中更加受益。
- ✓ 4、开发商在逐年释放存货压力，故而会出现更alpha的公司率先走过资产负债表压力最大的拐点。



4.2地产投资建议

- 我们认为，地产行业基本面仍然处在左侧，但地产板块大面上从2024年9月开始提前走右侧。A股的地产板块始终在2024年9月那轮行情的高低点之间宽幅震荡，而港股房地产的宽幅震荡高低点均出现了上移，可能是因为港股房地产板块还涵盖了香港本地股，而香港楼市的确从2025年下半年开始筑底企稳回升。AH地产相同之处在于都是从2024年9月开始提前走右侧，且同样的震荡，内核仍然在于基本面的beta给出的信心不够充足。



2024.09

【股票】

地产股已经有少数个股从2024930开始提前走右侧，但这只是个开始。由于房价已经下行4-5年，从2026年开始，市场投资人对底部的讨论声音只会逐年变多。从策略上来说，股票适合标准配置/带底仓配置，反复试探和确认右侧是否真正来临。我们认为，站在当下展望未来3年，从板块内的格局来看，以下格局是未来：

(1) 按照美日经验，多元化经营的企业穿越周期的能力更强，而中国的房企多元化在大浪淘沙中只存活了商业运营派，这一梯队的龙头是华润置地/华润万象，虽然龙湖、新城也属于这一系列但仍然面临融资和现金流的压力。首选华润。

(2) 在房价下跌过程中，偏轻资产运营的穿越周期能力也不错，这里面分两派，第一派是中介（业绩好坏取决于年成好坏），首选贝壳，A股的我爱我家为次选映射。第二排位是物业，物业短期仍然面临增速降档、传统物业费收缴率承压等影响，分类上更类似于分红股，物业板块以跟涨为主：华润万象生活、招商积余、绿城服务、保利物业、中海物业等。

(3) 开发为主的开发商，我们认为最终能够穿越周期、实现稳健经营的公司需要满足几个条件：融资顺畅成本低、布局上侧重重点城市主城区、历史包袱相对轻。开发商的走势之所以动荡反复，其本质是因为新房销售并没有在结构层面展现出真正的企稳，俗称beta还没有给出稳定性，所以所有的alpha逻辑在一段时间后都会被质疑，但实际上alpha仍然是alpha，只是需要新房总量在小几十个城市层面展现出其稳定性。这个维度来看，H股的华润置地、建发国际、绿城中国、中国金茂、中海外、越秀地产等，A股的滨江集团、招商蛇口、保利发展、华发股份等是重点对象。

(4) 类地方城投、地产转型股。

- 纵观各国行业发展脉络，在经历周期性调整后，多元化企业往往会逐步崭露头角。中国的多元化房企在2018-2019年已开始显现优势。如今多元化房企又经历了一轮洗牌，在2024年新消费起势后，商业不动产业务逐渐在整体管控上形成合力，从“配角化”辅助到重视自身专业化精细化经营管理，其资产价值或将被赋予更高意义。**我们认为，项目的消费粘性、主动调改能力、精细化运营水平及品牌影响力构成商场 α 的核心，具体表现为头部运营商在业态升级、区位禀赋、商业资源及客户粘性上仍具备显著优势，相对抗风险能力更强；而消费刺激政策则是后续行业 β 持续跑赢的关键。**
- **建议关注三条主线：**
 - 1、**具备优质商业运营能力的综合房企：**判断兼具一定开发业务、且商业运营占比高，同时商业运营管理公司（无论重资产还是轻资产）具备扩张能力、运营表现出色的企业，会展现出优大于市的能力；
 - 2、**占据高端消费核心场景的头部运营商：**尽管奢侈品品牌拓店意愿趋于谨慎，但顶奢仍倾向与高能级城市的优质商企深度绑定。在核心城市核心地段布局且战略调整较迅速的高端消费玩家，依然拥有难以逾越的护城河；
 - 3、**分化中寻找机遇的奥莱玩家：**奥特莱斯的抗周期性有所减弱，但平价奥莱在满赠、限时折扣等促销方式仍具吸引力，其租金增速或优于普通商场。
- **建议重点关注：华润置地、太古地产。**

- **政策落地不及预期：**若后续需求端政策放松力度不及预期，新房销售面积及销售价格或继续下行；供给端收储政策推进仍需克服诸多困难，实际落地不及预期可能对基本面改善帮助有限。
- **需求复苏不及预期：**如果销售价格持续下行，将显著影响购房者预期，引发抛售，同时导致房企拿地继续疲软，土地财政后继无力，失业率上升，银行不良资产上升。
- **房企出险风险蔓延：**房企资金面压力仍承压，后续出险范围可能进一步蔓延，则进一步影响市场信心，影响新房销售以及存量房企融资环境。
- **模型假设和测算误差风险：**目前央行再贷款支持下的地方收储政策仍在初步推进中，我们测算包含收储价格、地方资本金比例等假设，可能跟实际落地情况有差距，导致测算结果存在误差。
- **商业数据统计口径差异：**不同商业运营企业的数据或存在统计口径、换算等差异，仅供参考。

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京	上海	南昌	深圳
地址：北京市丰台区丽泽路22号院新华社国家金融信息大厦西塔B座38层	地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋	地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦	地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
邮编：100077	邮编：200120	邮编：330038	邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com	电话：021-38124100	传真：0791-86281485	邮箱：gsresearch@gszq.com
	邮箱：gsresearch@gszq.com	邮箱：gsresearch@gszq.com	