下载日志已记录，仅供内部参考

华泰证券 HUATAI SECURITIES

销售制度改革重构商业模式

华泰研究

2026 年 8 月 30 日 | 中国内地　　动态点评

8 月 28 日，住建部、自然资源部、金融监管总局联合发布《关于完善商品住房销售制度的通知》，央行、国家金融监管总局印发《关于改革完善房地产信贷管理推动加快构建房地产发展新模式的意见》，证监会发布《关于资本市场支持构建房地产发展新模式的意见》，宣布中国住房销售制度进入新阶段。在实施近 30 年的预售制度退出历史舞台的同时，项目公司制、主办银行制以及一系列金融配套制度，将推动房地产行业加速向新模式迈进。我们认为销售制度改革或将重构房企商业模式，行业将从高杠杆、高周转的资金驱动，转向重品质、重运营的管理驱动，房企分化或将加速。

我国住房销售制度的改革有其历史脉络

25 年 10 月中共第二十届四中全会通过《十五五规划建议》，完善商品房销售基础制度被正式纳入房地产发展新模式体系。25 年 12 月住建部部长倪虹发文阐释“项目公司制、主办银行制、现房销售制”三大制度。20 年至今部分省市开启试点，为住房销售制度改革进行铺垫，试点中已出现以新出让土地为界、新老划断推进现售，差异在层级范围、配套政策和预售门槛细化程度，整体现房销售制度的推进平稳、效果良好。同时，我国现房销售比重也已逐步提高，25 年我国商品住宅中现房销售面积占比较 20 年提升 22.2pct 至 32.4%。这些都为全国层面现房销售的全面推进打下基础。

新政方向：提升预售门槛，配套政策辅助现房销售落地

新政以改革住房销售制度为核心，辅以多样金融配套政策，共同指向房地产行业转型。销售制度改革方面，主要有：1、遵循新老划断，以“建设工程规划许可证”为划分节点；2、预售门槛升级，预售条件统一提升至“单体建筑主体结构封顶”，并加强预售资金监管；3、优先选择现房销售；4、销售定金制。金融配套政策方面：1、推行主办银行制，落实资金封闭管理；2、延长个人住房贷款最长期限至 40 年，有助于进一步降低购房负担，推动更多住房实现租金和月供的平衡，激发“由租转买”需求；3、多渠道支持房企合理融资需求，尤其向现房销售倾斜。

新政影响：加速新房供给平衡，更适应的房企有望脱颖而出

本轮新政对宏观至行业供需都将产生深远影响。1、宏观层面：新政或将对我国土地出让、房地产开发投资、新开工面积产生进一步影响，但考虑到这些指标均已经历深度调整，边际影响或将相对有限；2、市场层面：房企收缩投资，有利于降低新房库存、改善去化周期，同时现房销售有望消除交付不确定性、增强新规产品“实感”，激活更多购买力，或将加速新房供需平衡，核心城市房价有望逐步改善，同时二手房市场有望受益于新房需求外溢和房价预期改善；3、房企层面，项目布局或将带来分化，具有融资、产品、工程、集采、运营等综合实力的房企或将更为占优，二手房经纪商有望受益。

投资结论

销售制度改革重构房企商业模式，我们认为行业将从高杠杆、高周转资金驱动，转向重品质、重运营的管理驱动，建议把握五条主线：1）项目布局更偏向高能级城市、项目融资和资本组织能力突出的房企，推荐华润置地、中国海外发展、招商蛇口、中国金茂、新鸿基发展、越秀地产、城投控股；2）产品力与工程能力突出的房企：绿城中国、滨江集团、建发国际集团、建发股份；3）自持业务占比高、估值低位的房企，受益于竞争格局改善及 REITs 配套：太古地产、龙湖集团、新城控股；4）优质商管及物管公司：华润万象生活、绿城服务、招商积余；5）头部二手房经纪商。

风险提示：地产政策波动，地产量价复苏不及预期，部分房企面临经营风险。

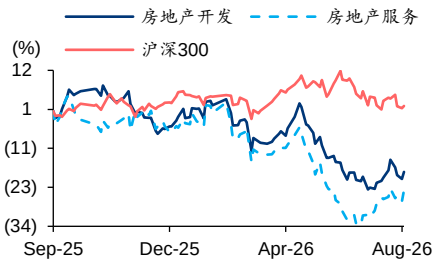
房地产开发	增持（维持）
房地产服务	增持（维持）

陈慎　研究员
SAC No. S0570519010002　chenshen@htsc.com
SFC No. BIO834　+(86) 21 2897 2228

刘璐　研究员
SAC No. S0570519070001　liulu015507@htsc.com
SFC No. BRD825　+(86) 21 2897 2053

林正衡　研究员
SAC No. S0570520090003　linzhengheng@htsc.com
SFC No. BRC046　+(86) 21 2897 2065

行业走势图



资料来源：Wind，华泰研究

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价（当地币种）	投资评级
龙湖集团	960 HK	12.94	买入
招商蛇口	001979 CH	12.02	买入
城投控股	600649 CH	6.70	买入
新城控股	601155 CH	19.91	买入
华润万象生活	1209 HK	63.57	买入
越秀地产	123 HK	5.73	买入
建发股份	600153 CH	12.42	买入
绿城服务	2869 HK	6.09	买入
建发国际集团	1908 HK	20.90	买入
新鸿基地产	16 HK	164.37	买入
中国海外发展	688 HK	18.54	买入
滨江集团	002244 CH	11.64	买入
招商积余	001914 CH	11.44	买入
绿城中国	3900 HK	9.75	买入
太古地产	1972 HK	30.57	买入
中国金茂	817 HK	1.92	买入
华润置地	1109 HK	38.54	买入

资料来源：华泰研究预测

免责声明和披露以及分析师声明是报告的一部分，请务必一起阅读。

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

我国住房销售制度的改革有其历史脉络 3
落实十五五规划，完善房地产基础制度 3
多地试点平稳推进为全国实施打下基础 3
新政方向：提升预售门槛，配套政策辅助现房销售落地 6
销售制度改革：新老划断，预售门槛升级，优先选择现房销售 6
金融配套政策：推行主办银行制，延长贷款年限 8
新政影响：加速新房供给平衡，更适应的房企有望脱颖而出 11
宏观层面：影响土地成交、开发投资、新开工等，但基数已经较低，边际影响有限 11
市场层面：加速新房供需平衡，核心城市房价有望进一步改善 12
房企层面：项目布局或将带来分化，更加注重综合实力，二手房经纪商直接受益 13
投资建议 15
风险提示 18

图表目录

图表 1： 我国住房销售制度改革历史脉络 3
图表 2： 海南现房销售制度主要细则 4
图表 3： 湖北省荆门市现房销售制度主要细则 4
图表 4： 河南信阳市现房销售制度主要细则 5
图表 5： 湖北省宜昌市现房销售制度主要细则 5
图表 6： 四地实践的异同 6
图表 7： 全国商品住宅现房与期房销售结构 6
图表 8： 我国房地产发展新模式基础制度框架 6
图表 9： 新规中现房政策的变化 7
图表 10： 销售制度改革的主要内容 8
图表 11： 不同首付比例假设下，30/40 年期 100 万房贷撬动住宅的租金收益率平衡点 9
图表 12： 重点城市平均租金收益率 9
图表 13： 央行、金融监管总局配套政策的主要内容 10
图表 14： 证监会配套政策的主要内容 11
图表 15： 全国涉宅用地成交建面和同比增速 12
图表 16： 全国涉宅用地成交金额和同比增速 12
图表 17： 全国房地产开发投资和同比增速 12
图表 18： 全国房屋新开工面积和同比增速 12
图表 19： 80 城取证待售库存和去化周期 13
图表 20： 1H26 重点十城核心区和非核心区取证待售库存去化周期 13
图表 21： 我国二手住宅成交面积占比 13
图表 22： 重点公司推荐一览表 15
图表 23： 重点推荐公司最新观点 15

下载日志已记录，仅供内部参考

8 月 28 日，住房城乡建设部、自然资源部、金融监管总局联合发布《关于完善商品住房销售制度的通知》，中国人民银行、国家金融监督管理总局发布《关于改革完善房地产信贷管理推动加快构建房地产发展新模式的意见》，证监会发布《关于资本市场支持构建房地产发展新模式的意见》，宣布中国住房销售制度进入新阶段。在实施近 30 年的预售制度退出历史舞台的同时，项目公司制、主办银行制以及一系列金融配套制度，将推动房地产行业加速向新模式迈进。

我国住房销售制度的改革有其历史脉络

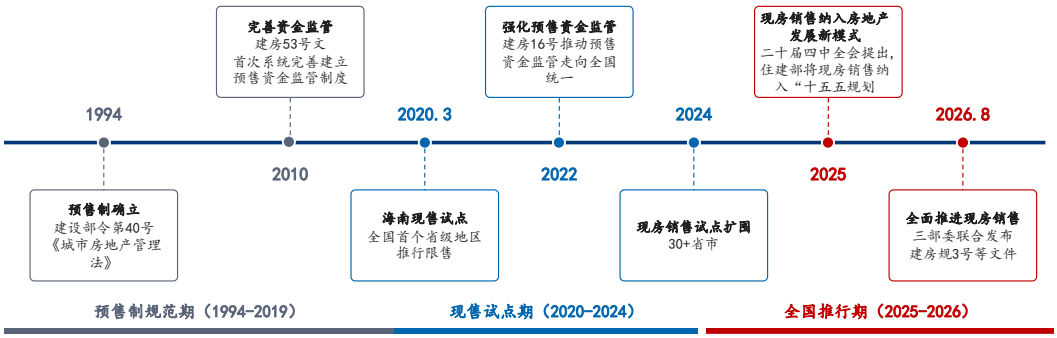
落实十五五规划，完善房地产基础制度

25 年 10 月《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》明确提出“加快构建房地产发展新模式，完善商品房开发、融资、销售等基础制度”。25 年 12 月住建部部长倪虹发表署名文章《推动房地产高质量发展》，明确阐释“项目公司制、主办银行制、现房销售制”三大制度。此后召开的 25 年全国住房城乡建设工作会议再次强调此内容：

在房地产开发上，做实房地产开发项目公司制，项目公司依法行使独立法人权利，企业总部履行投资人责任，项目交付前，严禁投资人违规抽挪项目公司销售、融资等资金，严禁抽逃出资或提前分红。在房地产融资上，推行主办银行制，一个项目确定一家银行或银团为主办银行，项目开发、建设、销售等资金存入主办银行，主办银行保证项目公司合理融资需求，形成主办银行与项目公司利益共享、风险共担的机制。在商品房销售上，推进现房销售制，实现所见即所得，从根本上防范交付风险；继续实行预售的，规范预售资金监管，切实维护购房人合法权益。

叠加 2020 年至今的各地试点，我国住房销售制度改革有其历史脉络，是建立在充分的准备之上。

图表1：我国住房销售制度改革历史脉络



资料来源：中国政府网，华泰研究

多地试点平稳推进为全国实施打下基础

从 20 年开始，以海南为代表，我国启动现房销售试点。据中指院统计，22 年末以来，全国已有 39 地试点现房销售及出台相关支持政策，8 月 28 日实施的住房销售制度改革在这些城市试点已有先例。这其中，以海南、信阳、荆门、宜昌四地的试点较为典型。

海南：全国最早、范围最大的省域样本

20 年 3 月海南省发布《关于建立房地产市场平稳健康发展城市主体责任制的通知》，标志着海南省成为全国执行现房销售制度最早、范围最大的省域样本。文件明确自实施之日起，新出让土地建设的商品住房实行现房销售，老项目按原规则预售，安居房等政策性住房普遍实行现售。海南文件未对土地款分期、项目公司制、主办银行制作专门规定，以新出让土地为唯一切割标准。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表2：海南现房销售制度主要细则

方向	情形	内容
执行方式	新出让土地的商品住房	实行现房销售制度；现房须通过竣工验收，且供水、供电、燃气、通讯等配套设施具备交付条件（依据国家《商品房销售管理办法》）
	政策前已出让土地的项目	原则上仍可按旧规则预售
	安居型商品住房	普遍实行现售
	城市更新等特殊项目	存在政策衔接或例外安排
配套制度	联合监管机制	建立联合查处机制、联合惩戒机制、资金监管机制、常态化信息发布机制、风险预警机制
	目标考核	各市县制定“一城一策”工作方案，年度调控目标纳入考核

资料来源：海南省政府官网，华泰研究

荆门：从项目试验到全市扩围，配套补贴政策

荆门市政府于 23 年 10 月 23 日印发《荆门市商品房现房销售试点工作实施方案》，试点期三年（23 年 10 月至 26 年 9 月），适用东宝区、高新区、掇刀区、漳河新区新出让房地产开发用地。荆门方案则是采取项目试点到全市推广的渐进式转变模式。23 年 10 月前制定方案，23 年 11 月至 26 年 2 月选定地块并启动建设和销售，随后一边推进试点、逐步扩大试点范围，实现销售方式的转变，同时配套土地出让、工程审批、金融财政、验收办证等支持措施。24 年 5 月荆门还颁布新政，推出购房补贴和若干配套政策。

25 年 4 月荆门迎来首批两个现房销售试点项目入市，项目启动至竣工周期约 1 年，开盘去化率均在 80%以上，其中易居苑项目实现开盘日光，初步彰显现房销售的成功效果。

图表3：湖北省荆门市现房销售制度主要细则

方向	类别	具体内容
执行方式	土地供给和规划设计	地块先“净地”后出让；配套基础设施到位；支持合理设置容积率等指标；实施土地出让预公告；支持竞标前先行开展设计方案编制
	加快工程建设	鼓励工程总承包；试行分阶段施工许可（可单独核发“基坑支护和土方开挖”许可证）；容缺受理；纳入市级智慧工地平台
	优化金融服务	鼓励金融机构优先向试点项目提供开发贷款；按揭贷款优先受理、优先审批
	强化财政支持	土地出让底价不低于基准地价 70%；竞买保证金≥出让底价 10%（可用银行保函代替）；土地出让价款首次缴纳比例 50%，2 年内缴清；延期缴纳配套费；试点期间可免配公租房
	落实税收政策	依法落实税费优惠；增量留抵退税
	加快验收办证	“多测合一”“联合验收”；实行“交房即办证”
	加强项目监管	市长任组长的领导小组统筹推进，办公室设在市住建局；销售现场公示制度；未达约定目标的取消优惠政策
配套制度	契税补贴	已缴纳契税金额 100%财政补贴
	非本地户籍购房补贴	每户 4 万元一次性补贴
	产业工人购房补贴	每户 2 万元一次性补贴＋工龄补贴（每满 1 年 2000 元，最高 2 万元）
	首付比例	首套最低 15%，二套最低 25%

资料来源：荆门市住房和城乡建设局，华泰研究

信阳：首个全面推行的地级市

信阳市政府于 25 年 7 月印发信建审〔2025〕5 号《信阳市中心城区加强商品房预售管理工作的若干措施（试行）》，正式推进现房销售。试行 2 年，适用市中心城区，各县参照。文件按项目开发状态将销售条件分为三档，可售条件分别定为 25%投资额、主体结构封顶、以及现房销售，并建立预售资金缴存使用规则与项目开发公司制。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表4：河南信阳市现房销售制度主要细则

方向	项目状态	销售规则
执行方式	已开工，或已取得土地使用权且一年内取得施工许可开工的项目	依据《城市房地产管理法》第 45 条、《城市商品房预售管理办法》第 5 条，投入开发建设资金达工程建设总投资 25%以上，提供现场施工图片、工程款发票及银行资金拨付凭证，经现场核验后办理预售许可
	已取得土地使用权且一年内未开工的项目，以及 2025 年底前签订框架协议且两年内取得土地使用权的招商引资/棚改/城市更新项目	按河南省住建厅等 7 部门文件要求，工程主体结构封顶，提供现场施工图片，办理预售许可
	措施印发之日起新出让土地的项目	“现房销售”列入用地规划设计条件和土地出让合同，一律现房销售
配套制度	预售资金缴存	买卖合同、按揭贷款合同注明监管账户账号，购房款专户专存；不按规定缴存的锁定网签备案功能；银行/公积金机构须将贷款直接发放至监管账户，未直接发放的负责追回
	预售资金使用	重点监管资金按建设进度节点、经住建部门核实后由监管银行直接拨付至施工、材料供应单位账户；一般监管资金可由开发企业提取使用
	项目开发公司制	项目公司依法独立行使法人权利，企业总部履行投资人责任；交付前严禁投资人抽调、挪用项目资金，严禁抽逃出资或提前分红；须使用自有资金购地，禁止风险转嫁式开发、禁止超资质等级开发

资料来源：信阳市住房和城乡建设局，华泰研究

宜昌：现售、提高预售门槛和项目开发公司制同步推进

宜昌市于 25 年 9 月印发稳地产政策，并将现房销售要求写入土地出让公告，即新出让土地均推行现房销售。文件将现房销售、提高预售门槛、项目开发公司制同步推进，并把先验房后收房、交房即交证纳入合同范本。

图表5：湖北省宜昌市现房销售制度主要细则

方向	情形	规则
执行方式	新出让土地开发的商品房及配售型保障房	全面实行现房销售：相关信息写入招标拍卖挂牌文件、依法公开并纳入出让合同管理
	此前已出让土地的项目	沿用预售制，但预售许可形象进度标准按每半年增加规划总层数 1/6 层的标准逐步提高
	开发建设管理	实行房地产开发项目公司制
	交付环节	新核发预售许可项目全面实行“先验房后收房、交房即交证”，纳入商品房买卖合同范本
	不动产登记	优化网签系统，设定抵押登记项目不得办理网签预售，杜绝开发商带押卖房
配套制度	地下停车场供地	具备条件的可协议出让降低用地成本
	土地出让金分期	地下空间土地出让金可分期缴纳，期限不超过 1 年，首次缴纳比例不低于 50%
	发展模式转型	引导开发企业从“建房子卖房子”向“建房子卖房子+造服务卖服务”转变，推进“住、吃、游、购、娱、医、养”全生态服务并纳入土地出让条件
	公积金政策	取消住房套数核查；提取时限由 1 年内延长至 2 年内；租房提取额度上调（宜昌城区 14400→18000 元/年，各县市 7200→9000 元/年）

资料来源：宜昌市住房和城乡建设局，华泰研究

由以上可见，我国住房销售制度的变革是建立在多地的充分试点之上，试点内容已出现以新出让土地为界、新老划断推进现售，差异在层级范围、配套政策和预售门槛细化程度。整体现房销售制度的推进平稳、效果良好。同时，我国现房销售比重也已逐步提高。据国家统计局数据，25 年我国商品住宅中现房销售面积占比已升至 32.4%，较 20 年提升 22.2pct，商品房现房成交占比则更高，较 20 年提升 23.2pct 至 35.9%。这些都为全国层面现房销售的全面推进打下基础。

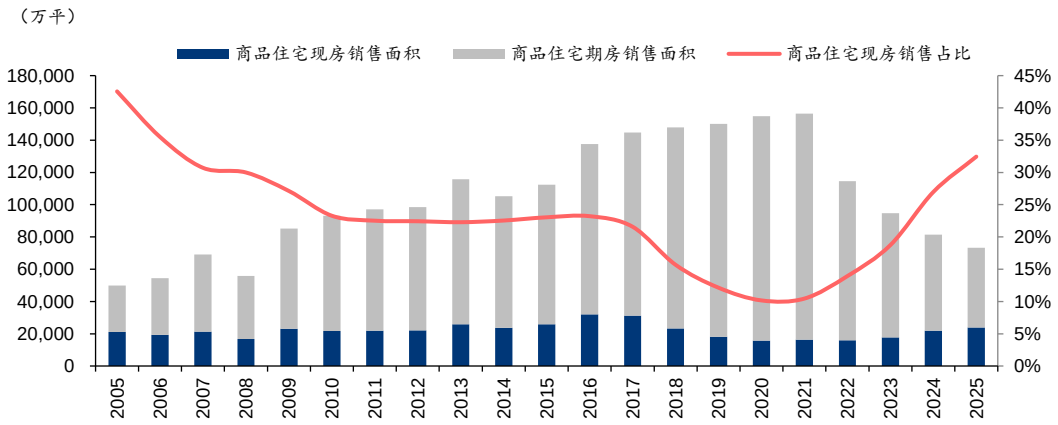
下载日志已记录，仅供内部参考

图表6：四地实践的异同

全国新政条款（建房规〔2026〕3号）	对应的地方实践
自有资金购地、可分期缴纳土地出让价款	荆门：首缴50%、2年内缴清
项目开发公司制	信阳、荆门、宜昌均已在地方文件中落地
主办银行制、开发贷与建设周期匹配	目前仅见“鼓励优先支持”等倡导性表述，尚未见强制性放贷安排
交房即交证	荆门“交房即办证”、宜昌“先验房后收房、交房即交证”已纳入合同范本
存量项目新老划断	海南、信阳、宜昌均以“新出让土地”作为切割标准
新出让/未取证项目优先现售	荆门（2026年2月起总结推广）、宜昌（2025年9月起已写入实际出让合同）

资料来源：地方住房和城乡建设局，华泰研究

图表7：全国商品住宅现房与期房销售结构



资料来源：国家统计局，华泰研究

新政方向：提升预售门槛，配套政策辅助现房销售落地

本次新政以改革住房销售制度为核心，辅以多样金融配套政策，共同指向房地产行业转型。

图表8：我国房地产发展新模式基础制度框架



资料来源：中国政府网，华泰研究

销售制度改革：新老划断，预售门槛升级，优先选择现房销售

1、新老划断，以“建工证”为划分节点，预售门槛升级，购房资金全部存入监管账户

本次政策对项目“新老划断”，以“建设工程规划许可证”为节点，已经取得的项目预售条件、预售资金监管等按原有政策规定执行。新项目如仍采用预售的，预售门槛统一提升至“单体建筑主体结构封顶”。**目前各地预售条件门槛不同，大部分地区“正负零”即可销售，高能级城市更严格一些，此次将预售门槛统一。**

下载日志已记录，仅供内部参考

此外，预售资金监管加强。住房资金监管机构应与房地产开发企业签订资金监管协议，并在项目的主办银行开立资金监管账户。购房人支付的首付款、个人住房贷款等购房资金应全部存入资金监管账户。商品住房项目竣工验收、水电气热等配套设施具备交付条件后，解除资金监管。**原先各地预售资金提取条件不同，多参考工程形象进度提取，此次修改后，较原先提取门槛提升。**

2、现房销售：优先选择现房销售

新出让土地的商品住房项目和已出让土地未取得建设工程规划许可证的商品住房项目，优先选择现房销售；已取得建设工程规划许可证的商品住房项目，鼓励实行现房销售。**现房销售将推动房地产市场“所见即所得”，从根本上防范交付风险，虽然对房企经营模式产生影响，但此次新政也配套多个金融措施支持房企融资。**

图表9：新规中现房政策的变化

维度	旧规（2026.8.28 前）	新规（建房规 3 号）
适用范围	预售为主、现房为辅：海南(2020)、信阳(2025)、荆门(2023)、宜昌(2025)、广州(2026.7)等地试点	新出让土地+已出让未取证项目优先选择现房销售；已取证项目鼓励现房销售
管理方式	各地现售办法，备案要求不一	实行备案管理：竣工验收后报市县住建部门备案；房屋及建设用地使用权须无抵押、查封等限制交易情形
销售前置	须竣工验收合格	同（竣工验收合格、配套具备交付条件后方可销售）

资料来源：住建部，华泰研究

3、土地款：告别加杠杆，但土地款可以分期缴纳

新政提出，房地产开发企业须用自有资金购地，可按国家规定分期缴纳土地出让价款，具体缴纳比例和时限由市县人民政府确定。同时提出，银行业金融机构不得发放用于缴交土地出让价款及相关税费的贷款。**房企过去在拿地环节就加杠杆的模式宣告终结，但同时给房企实施宽限，可以分期缴纳土地款，此前荆门已经有所试点，可以最长两年付清。**

4、销售定金制：锁定交易的新形式

新政提出，实行现房销售的商品住房项目，在取得建筑工程施工许可证后，房地产开发企业可与购房人签订购房定金合同，依法收取少量定金。我们认为这是现房销售制度下的一种“锁定交易”的形式，国际也已形成较为成熟的模式，普遍小于 10%，我国具体执行情况需要关注后续细则。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表10：销售制度改革的主要内容

板块	对比维度	旧规	新规
完善预售管理	预售条件	**法定下限为投入开发建设资金达工程建设总投资 25%以上**；一线城市执行有差异：上海要求商品住房主体封顶、深圳 7 层以下封顶/7 层以上主体完成 2/3	**单体建筑应完成主体结构封顶**（具体条件由各地确定）
	预售资金监管主体	各地不同：部分地区住建部门直接监管，部分地区委托银行或第三方	**市县住建部门履行监管职责**，由住房资金监管机构承担具体监管；与开发企业签资金监管协议，在主办银行开立资金监管账户
	购房款入账	部分地区首付进监管账户、按揭贷款发放至开发企业一般户或专户	**首付款、个人住房贷款等购房资金应全部存入资金监管账户**
	解除资金监管时点	按项目工程形象进度节点分批拨付，各地拨付节点和比例不同	**项目竣工验收、水电气热等配套设施具备交付条件后解除资金监管**
	逾期交房处置	购房人维权依赖合同约定和司法途径，退房退款执行难度大	开发企业违约不能按期交房，购房人有权按合同约定**解除购房合同**，开发企业须退款并承担违约责任
推行现房销售	现房销售适用范围	预售为主、现房销售为辅,多地试点: 海南/河南信阳/湖北荆门/合肥/郑州均开启试点; 广州“十五五”规划明确有序推进现房销售制	**新出让土地项目+已出让未取证项目，优先选择现房销售；已取证项目鼓励现房销售**
	现房销售管理方式	无	**实行备案管理**：竣工验收后报市县住建部门备案；房屋及建设用地使用权须无抵押、查封等限制交易情形
	购房定金制度	无	**推行现房销售定金制**：取得施工许可后可签购房定金合同、收取少量定金；定金入监管账户，交付后解除监管
政策协同配套	土地供应与出让	土地出让方案各异，多按规划条件出让；购地资金来源监管不一	优化规划与土地利用，合理确定供地规模；可带规划方案出让；**开发企业须用自有资金购地，可分期缴纳出让金**（比例时限由市县定）
	开发贷款制度	开发贷由各银行分散发放，多项目混同授信，放款与建设周期匹配度不一	**实行主办银行制**：一个项目确定一家主办银行，单独或牵头组建银团提供开发贷；实现贷款发放与项目建设周期匹配
	土地抵押方式	以整宗土地使用权抵押为主	以土地使用权抵押申请开发贷的，**应以分户土地使用权集合设定抵押**（办法另行制定）
	多元融资	融资以银行开发贷为主，股权债券融资受限	**支持开发公司通过股权、债券等多种方式融资；按市场化原则满足现房/预售项目合理融资需求**
	开发建设管理	集团-区域-项目多层架构	**商品住房开发建设实行项目开发公司制**；落实项目开发公司工程质量首要责任+勘察设计施工监理主体责任；优化审批、缩短时限；建设'好房子'
	交房即交证	多地试点交房即交证，未全国统一强制；交付与办证常存在时间差	**现房销售前一般应办理房屋首次登记**；优化网签、登记、抵押流程，推动交付时购房人同步取得不动产权证书

资料来源：住建部、国家金融监管总局、自然资源部《关于完善商品住房销售制度的通知》，华泰研究

金融配套政策：推行主办银行制，延长贷款年限

1、推行主办银行制，落实资金封闭管理

新政提出，房地产开发贷款实行主办银行制，单个房地产项目对应一家银行作为主办银行（单家贷款行或银团贷款牵头行），对项目资金进行封闭管理。项目存续期间，除按规定要求监管的预售资金、定金等外，房地产开发贷款、项目自有资金、现房销售资金等与项目相关的全部资金均应纳入在主办银行开立的资金账户管理。项目公司对外负债、投资等影响金融债务安全的重大事项，应事先告知主办银行。

过往的房地产融资模式下，针对某个项目，房企可以与多家银行合作资金存管、开发贷、按揭贷款等业务，这形成了多个隐患：1、多头授信、混合授信下，单项目风险敞口难以准确计量，部分项目贷款金额远超实际需求；2、主体责任模糊，资金封闭管理难以落实，增加开发贷款跨项目使用、甚至挪用于其它用途的风险；3、正是由于资金封闭管理不到位，项目信用容易受到主体信用干扰，主体出险后项目层面融资也易受到严重阻碍。而新政后，主办银行将与项目深度绑定，更有动机切实担负起主体责任、落实资金封闭管理，这也有助于隔离项目信用和主体信用。

此外，新政明确开发贷款首次还本日期原则上应在项目竣工备案后，预售/现房销售项目贷款期限原则上不超过 3/5 年，最长不超过 5/7 年，使得开发贷款期限与项目建设、销售周期相匹配，叠加预售资金提取条件的收紧，杜绝开发商利用预售资金置换开发贷款、进而腾挪至项目以外的可能。

下载日志已记录，仅供内部参考

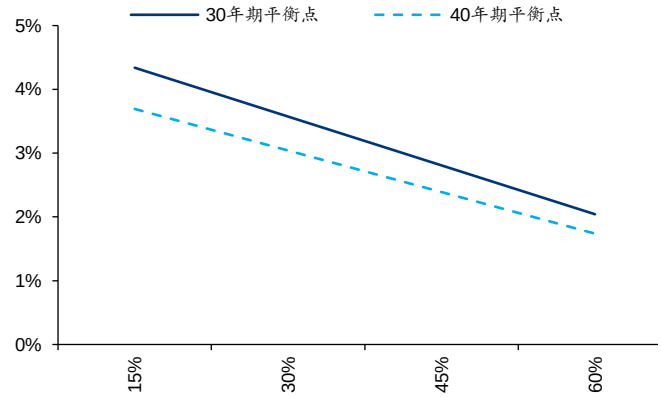
2、延长个人住房贷款最长期限，助力房地产市场企稳

新政提出，将个人住房贷款最长期限从不超过 30 年，延长至不超过 40 年，或将从降低购房负担和激发“由租转买”需求两方面，助力房地产市场企稳。

一方面，新政有助于进一步降低购房负担。以 100 万元利率为 3.07%的个人住房贷款为例，30 年期下月供为 4254 元，40 年期下月供下降 15%至 3620 元，尽管总利息将从 53 万元上升至 74 万元，但购房人的现金流压力将有所下降。

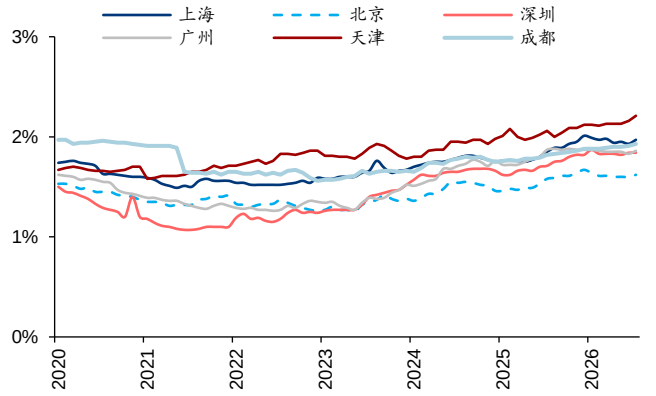
另一方面，新政或将推动更多住房实现租金和月供的平衡，激发“由租转买”需求。仍以 100 万元利率为 3.07%的个人住房贷款为例，若进一步假设首付比例为 30%，则可撬动购买 143 万元的住房。30 年期贷款下，平衡点的租金收益率为 3.57%；而若为 40 年期贷款，平衡点的租金收益率将下降 53bp 至 3.04%，使得更多住房能够达到租购现金流的平衡。

图表11：不同首付比例假设下，30/40 年期 100 万房贷撬动住宅的租金收益率平衡点



资料来源：中国人民银行，华泰研究测算

图表12：重点城市平均租金收益率



资料来源：中原地产，华泰研究

此外，新政延后了个人住房贷款发放时点，加强对于购房者权益的保护，防范住房逾期交付引发金融风险。过往，用于购买新建商品住房的个人住房贷款发放时点为主体结构封顶之后。新政后，所购新建住房实行预售的，个人住房贷款应严格在项目竣工备案后发放；实行现房销售的，应在销售备案后发放。这意味着购房人可以“先拿房、再还贷”，杜绝了因为逾期交付导致购房人“未拿房、贷照还”，进而降低了因交付问题导致断供的风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表13：央行、金融监管总局配套政策的主要内容

政策领域	政策方向	主要内容
房地产开发贷款	**主办银行制**	**房地产开发贷款实行主办银行制，单个房地产项目对应一家银行作为主办银行（单家贷款行或银团贷款牵头行），对项目资金进行封闭管理。** 项目公司应在主办银行开立资金账户。**项目存续期间，除按规定要求监管的预售资金、定金等外，房地产开发贷款、项目自有资金、现房销售资金等与项目相关的全部资金均应纳入在主办银行开立的资金账户管理。** 项目预售资金监管账户和定金账户应按规定在主办银行开立。**项目公司对外负债、投资等影响金融债务安全的重大事项，应事先告知主办银行。**
	贷款期限	房地产开发贷款期限应与项目建设、销售周期相匹配，覆盖项目开工到竣工备案全过程。**预售项目贷款期限原则上不超过3年，最长不超过5年；现房销售项目贷款期限原则上不超过5年，最长不超过7年。贷款用于商业地产开发的，期限原则上不超过7年。首次还本日期原则上应在项目竣工备案后，**经协商一致的可以提前归还贷款本金。
	贷款发放	银行业金融机构应根据项目建设进度、风险情况分批发放房地产开发贷款，并通过在主办银行开立的资金账户受托支付至项目公司交易对象账户。
	保障性住房开发贷款	贷款人应按照保本微利原则，合理确定贷款利率和还款方式。贷款利率一般应低于商品住房开发贷款利率水平。
	住房租赁开发建设贷款	住房租赁开发建设贷款期限一般为3年，最长不超过5年。
购房贷款	**贷款期限**	**个人住房贷款期限最长不超过40年。**
	贷款发放时点	**所购新建住房实行现房销售的，个人住房贷款应在销售备案后发放；实行预售的，应严格在项目竣工备案后发放。**
	贷款发放方式	个人住房贷款应通过受托支付方式发放。对实行现房销售的，受托支付至项目公司在主办银行开立的资金账户；对实行预售的，受托支付至项目预售资金监管账户。所购住房为再交易住房的，受托支付至贷款合同约定的借款人交易对象账户。
	贷款利率	对于已发放的浮动利率个人住房贷款，当贷款利率水平与全国新发放个人住房贷款利率偏离达到一定幅度时，借款人可以与银行业金融机构协商变更合同约定的利率水平，或申请新发放浮动利率个人住房贷款置换存量贷款，方式应由借款人自主选择。变更后或新发放贷款利率加点幅度由银行业金融机构与借款人自主协商确定，不得低于变更或置换贷款时所在城市个人住房贷款利率加点下限（如有），贷款金额不得高于原贷款剩余本金金额。
	资产证券化	鼓励符合条件的银行业金融机构以个人住房贷款为基础资产，发行信贷资产支持证券，分散信用风险，提高贷款投放能力，完善房地产贷款利率市场化形成机制。
	商业用房购房贷款	申请贷款购买的商业用房应为已竣工备案的房屋。商业用房购房贷款期限一般不超过10年，最长不超过15年。
	住房租赁团体购房贷款	申请住房租赁团体购房贷款购买的房屋应为法律关系清晰、已竣工备案的商品住房、商业用房等，贷款存续期内，房屋租赁用途不得改变。住房租赁团体购房贷款期限最长不超过30年，贷款金额原则上不超过物业评估价值的80%。
经营性贷款	经营性物业贷款	经营性物业贷款期限最长不超过15年，贷款金额原则上不超过物业评估价值的70%，第一还款来源应为承贷物业本身的经营收入。
	住房租赁经营性贷款	住房租赁企业运营自有产权长期租赁住房的，住房租赁经营性贷款期限最长不超过20年，贷款金额原则上不超过物业评估价值的80%。 住房租赁企业依法合规改造工业厂房、商业用房、城中村等形成的非自有产权租赁住房，住房租赁经营性贷款期限最长不超过5年，贷款金额原则上不超过贷款期限内应收租金总额的70%。
房地产金融宏观审慎管理	主管部门	中国人民银行依法实施房地产宏观信贷调控，牵头建立房地产金融宏观审慎政策框架，会同相关部门制定房地产金融宏观审慎政策，开展宏观审慎管理。金融监管总局依法对银行业金融机构房地产贷款业务实施监督管理。
	政策工具	中国人民银行会同金融监管总局确定全国个人住房贷款、商业用房购房贷款最低首付比例政策； 中国人民银行会同金融监管总局对银行业金融机构实施房地产贷款集中度管理； 个人住房贷款利率政策由中国人民银行另行规定； 中国人民银行根据市场形势、金融机构风险情况、系统性金融风险状况等，会同相关部门建立其他房地产金融逆周期调节机制。 中国人民银行对银行业金融机构房地产信贷业务开展宏观审慎监测评估。根据监测评估结果，可会同相关部门调整适用的房地产金融宏观审慎管理工具参数。
	统计监测	中国人民银行会同金融监管部门针对房地产发展新模式需要，改革完善房地产信贷、债券、股票、资管、境外融资等全口径房地产金融统计指标体系并开展统计监测。相关部门按照职责分工对各领域房地产融资进行统计监测。

资料来源：中国人民银行、国家金融监管总局《关于改革完善房地产信贷管理 推动加快构建房地产发展新模式的意见》，华泰研究

3、多渠道支持房企合理融资需求，尤其向现房销售倾斜

新政同时发文支持房企合理融资，强调“基于项目”融资特点。新政提出五大支持举措：1、支持上市房地产开发企业通过向特定对象发行方式再融资；2、支持上市房地产开发企业综合运用股份、定向可转债、现金等工具收购涉房资产，其中发行股份、定向可转债购买资产的，可以募集配套资金；3、支持房地产开发企业发行公司债券和资产支持证券；4、支持依托符合条件的租赁住房、城市更新等项目发行 REITs 或扩募，稳慎推进商业不动产 REITs 发展；5、支持符合规定的私募基金管理人设立不动产私募投资基金。此外，证监会强调要突出“基于项目”的融资特点，推动房地产开发融资方式从依赖主体信用向基于项目情况转变，一视同仁满足不同所有制房企合理融资需求。

下载日志已记录，仅供内部参考

此外，开发贷款或将向现房销售倾斜。为了匹配现房销售项目更长的回款周期，一方面，现房销售项目开发贷款期限将长于预售项目；另一方面，根据金融监管总局《商品住房开发贷款管理办法》，在贷款用途方面要加大对现房销售项目和安全、舒适、绿色、智慧“好房子”项目的开发贷款支持力度。

图表14：证监会配套政策的主要内容

政策领域	政策方向	主要内容
支持房地产开发企业合理融资	**支持上市房地产开发企业再融资**	**支持上市房地产开发企业通过向特定对象发行方式再融资**，募集资金应当投向符合政策要求的市场化房地产项目。对于境外上市房地产开发企业再融资的，依照有关规定持续做好相关备案工作。
	支持上市房地产开发企业并购重组	**支持上市房地产开发企业综合运用股份、定向可转债、现金等工具收购涉房资产，其中发行股份、定向可转债购买资产的，可以募集配套资金**，并用于符合政策要求的房地产项目和支付本次重组交易对价等。
	支持房地产开发企业发行公司债券和资产支持证券（ABS）	着力满足国有、民营等各类所有制房地产开发企业合理债券融资需求，进一步提高审核效率，支持房地产开发企业发行公司债券募集资金主要用于符合政策要求的房地产项目； 对于存量公司债券，允许滚动续发； 支持房地产开发企业依托经营稳健、现金收益良好的不动产项目发行商业地产抵押贷款支持证券（CMBS）、不动产 ABS； 鼓励专业机构按照市场化、法治化原则，通过担保、创设信用保护工具等方式，支持房地产开发企业发行债券融资。
	推动 REITs 高质量发展	盘活存量资产，拓宽房地产开发企业等权益融资渠道，**支持依托符合条件的租赁住房、城市更新等项目发行 REITs，或者作为扩募资产装入已上市 REITs**； 研究优化租赁住房原始权益人监管和项目净现金流分派率要求，支持租赁住房体系建设； **稳慎推进商业不动产 REITs 发展**。
	持续推进不动产私募投资基金试点工作	**支持符合规定的私募基金管理人设立不动产私募投资基金**，引入机构资金，投向符合政策要求的不动产项目。
优化房地产证券发行人的监管工作	优化证券发行准入监管	严把房地产开发企业证券发行入口关，**突出“基于项目”融资特点**。
	优化信息披露监管	压实房地产证券发行人信息披露主体责任，督促其真实、准确、完整、及时、公平披露信息。
	加强募集资金监管	督促房地产开发企业按规定或约定用途使用募集资金、回收资金，不得擅自或变相改变用途；严禁控股股东、实际控制人违规占用募集资金、回收资金等行为。
	坚决打击和遏制违法违规行为	严防严打房地产证券发行人欺诈发行、信息披露造假、挪用募集资金等违法违规行为，加大对系统性、团伙性造假的惩戒力度。
着力防范化解房地产领域涉资本市场风险	加强房地产相关风险监测	落实早识别、早预警、早暴露、早处置要求，建立健全房地产领域涉资本市场风险预研预判工作机制，进一步加强房地产风险监测和监管联动，强化房地产开发企业相关股票、债券、资管产品等领域相关交叉性风险点的跟踪研判，切实防范系统性风险。
	稳妥防范化解房地产相关风险	严格执行退市制度，稳妥有序开展上市房地产开发企业退市监管，畅通多元化退市渠道，做好上市房地产开发企业退市与有关投资者保护工作； 对于债券违约的房地产开发企业，配合注册地城市政府，督促企业及大股东、实际控制人多方筹措资金，遵循市场化、法治化原则，稳步推动违约债券处置出清； 研究完善债券违约风险化解处置工具箱，丰富多元化的房地产债券风险处置机制。
	强化预期引导和政策协同	加强政策解读，明确落实要求，稳定市场预期。强化政策协同，积极配合行业主管部门和地方政府工作，与地方政府建立风险联防联控机制，共同努力促进房地产市场平稳健康发展。

资料来源：证监会《关于资本市场支持构建房地产发展新模式的意见》，华泰研究

新政影响：加速新房供给平衡，更适应的房企有望脱颖而出

我国过往以预售为主的商品房销售制度在筹集建设资金、加快住房供给、解决住房短缺等方面发挥了重要作用。但随着我国房地产供求结构发生重大转变，居民“住有所居”问题逐步得到解决，预售制的“负作用”逐渐放大，具体体现在对于购房者合法权益保护不足，交付问题频发，房企“高负债、高杠杆、高周转”逐渐不可持续，后两者还可能诱发金融风险。

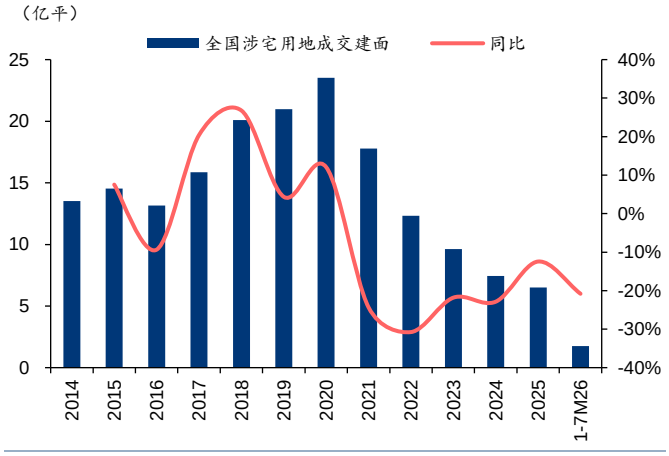
本次商品住房销售制度的改革，以及开发和融资环节的配套政策，标志着我国房地产发展新模式在基础制度建设层面取得重要进展，也意味着行业即将进入全新的发展阶段，定将在多个方面产生深远影响。

宏观层面：影响土地成交、开发投资、新开工等，但基数已经较低，边际影响有限

本轮房地产住房制度改革，或将改变房企拿地、销售和融资模式，不可避免地将在一定时期内对土地出让、房地产开发投资、新开工等产生影响。但自 21 年房地产市场开启调整以来，我国涉宅用地成交面积和金额、房地产开发投资、新开工面积已经历深度调整，25 年分别较历史高点下滑 72%/65%/40%/74%，1-7M26 均延续同比调整。考虑到已经较低的基数，我们认为进一步调整造成的边际影响或将相对有限。

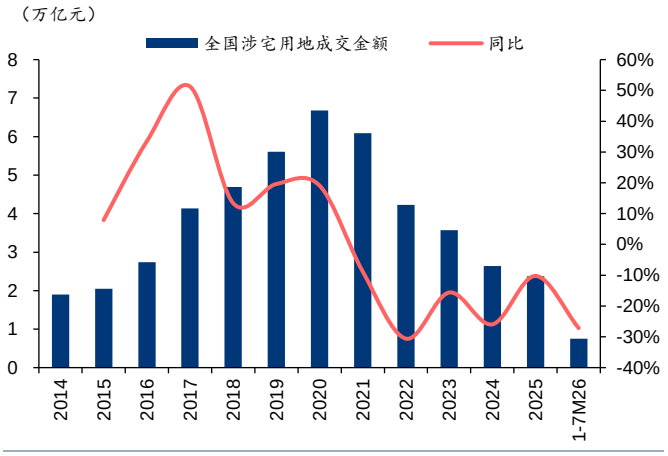
下载日志已记录，仅供内部参考

图表15：全国涉宅用地成交建面和同比增速



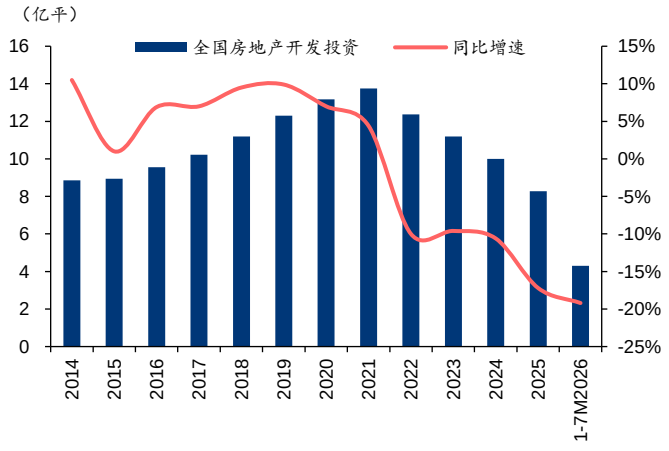
资料来源：中指院，华泰研究

图表16：全国涉宅用地成交金额和同比增速



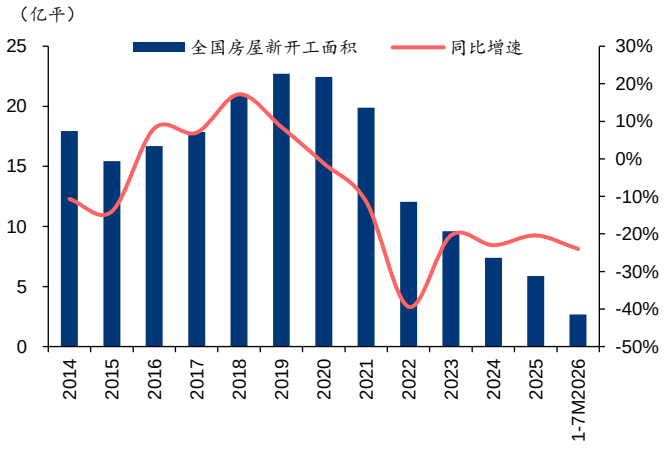
资料来源：中指院，华泰研究

图表17：全国房地产开发投资和同比增速



资料来源：国家统计局，华泰研究

图表18：全国房屋新开工面积和同比增速



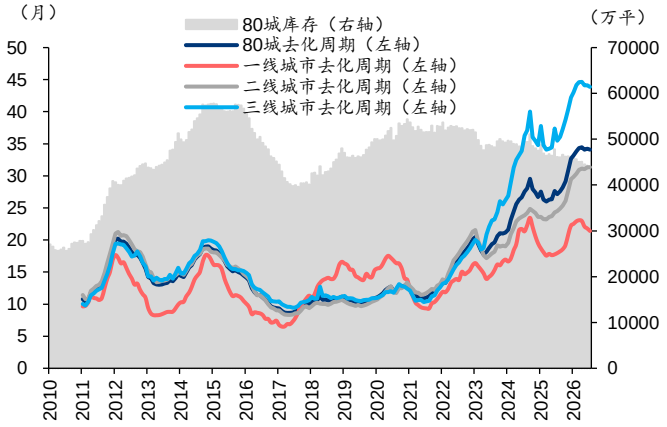
资料来源：国家统计局，华泰研究

市场层面：加速新房供需平衡，核心城市房价有望进一步改善

供给端来看，房企收缩投资，有利于降低新房库存、改善去化周期。去化周期相对较短的一线和部分二线城市，以及重点城市核心区，房地产市场或将率先迎来改善。根据普睿数智的数据，26 年 7 月 80 城取证待售库存为 34.1 个月，其中一线/二线/三线城市分别为 21.4/31.4/43.9 个月。另据华泰地产团队的报告《产品力重塑房地产库存周期》(2026.8.6)和中指院的数据，1H26 重点十城核心区的取证待售库存去化周期为 17.9 个月，仍处于相对健康的水平。综合来看，我们认为新房去化周期较短的杭州、合肥、上海、深圳等城市值得关注。

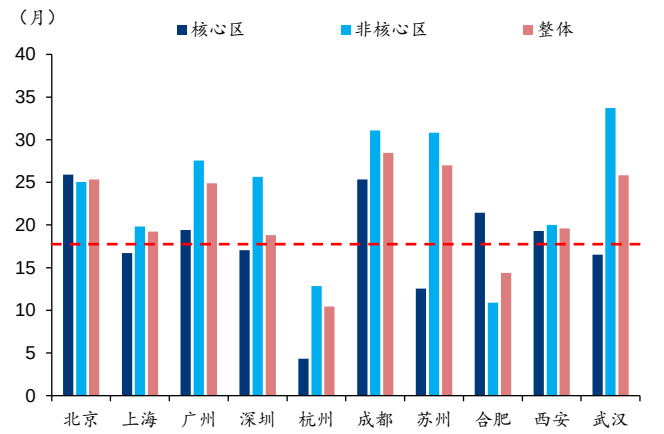
下载日志已记录，仅供内部参考

图表19：80 城取证待售库存和去化周期



资料来源：普睿数智，华泰研究

图表20：1H26 重点十城核心区和非核心区取证待售库存去化周期

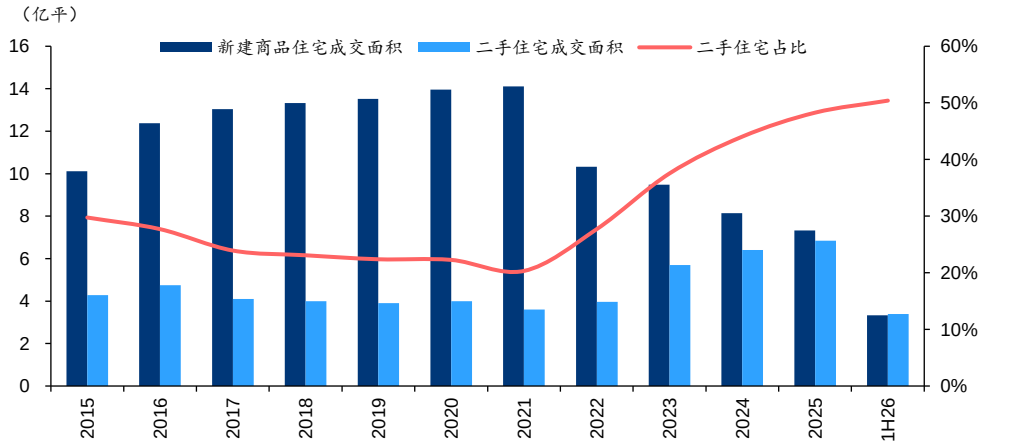


资料来源：中指院，华泰研究

需求端来看，现房销售有望激活更多购买力。一方面，新房产品“所见即所得”，有助于消除交付不确定性，打消部分潜在购房者的疑虑。另一方面，“好房子”政策导向下，新规产品得房率和居住品质迎来全面提升，现房销售后或将为购房者带来更多产品力升级的“真实体感”，从而激发购房意愿。

供需叠加来看，虽然新房成交量受到供给端收缩的影响或将有所下行，但去化率和房价或将迎来边际改善。与此同时，二手房市场不仅有望承接部分新房外溢需求，还可能受益于房价预期的改善，或是本轮新政后更为受益的领域。根据住建部等的数据，1H26 我国二手房网签成交面积同比+10.2%，占比达到 50.4%，首次突破 50%。我们预计现房销售推进后，二手房成交面积和占比或将进一步上行。

图表21：我国二手住宅成交面积占比



注：1H26 二手住宅占比数据来自住建部，我们进而通过新建商品住宅成交面积倒算出二手住宅成交面积
资料来源：国家统计局，住建部，贝壳研究院，华泰研究

房企层面：项目布局或将带来分化，更加注重综合实力，二手房经纪商直接受益

新政后，项目回款周期将被拉长，整体房企现金流或将面临一定考验，但更适应的房企有望脱颖而出。我们认为以下房企更可能抓住市场格局变化的契机，实现行业地位的相对抬升：

1、项目布局更偏向高能级城市的房企。新政前高能级城市相对低能级城市，预售条件普遍更加严格，因此新政后重点布局高能级城市的房企受到的影响相对较小。

2、项目融资和资本组织能力突出的房企。新政后，项目回款周期拉长或将带来更高的融资成本，融资成本低的房企更具备优势。但仅仅融资成本低或已不够，还需要稳定获得主办银行授信、开发贷审批和及时提款等，头部国央企可能更具备优势。

下载日志已记录，仅供内部参考

3、产品力、工程能力、集采能力突出的房企。一方面，现房销售“所见即所得”，产品力优劣势或将成倍放大，产品力突出的房企有望相对竞争对手实现更快的去化和更高的溢价。另一方面，具备更突出工程能力（能够有效缩短项目建设周期）、集采能力（能够控制建设成本）的房企，其项目 IRR 也将优于其他公司。

4、自持业务占比更高的房企。本轮新政更多作用于住宅开发业务，自持业务受到的影响较小。相反，自持业务还可能受益于：a)房企现金流承压下增量自持物业或将进一步减少，竞争格局改善；b)资产支持证券、REITs、不动产私募投资基金等方面的支持政策或将加速管理溢价的释放。

5、头部二手房经纪商。如前所述，二手房市场有望受益于新房需求外溢和房价预期改善，在该领域具有深度布局的头部经纪商有望直接受益。

下载日志已记录，仅供内部参考

投资建议

本轮新政标志着房地产发展新模式在基础制度层面取得重要进展。随着预售制逐步退出舞台，行业将从高杠杆、高周转的资本驱动，转向重品质、重运营的管理驱动模式，项目回款周期拉长、资金封闭管理趋严，房企分化或将加速。另一方面，行业供需结构有望进一步改善，推动核心城市房价率先修复，改善房地产市场整体预期。

重点推荐：1）项目布局更偏向高能级城市，项目融资和资本组织能力突出的房企，推荐华润置地、中国海外发展、招商蛇口、中国金茂、新鸿基发展、越秀地产、城投控股；2）产品力与工程能力突出的房企：绿城中国、滨江集团、建发国际集团、建发股份；3）自持业务占比高、估值低位的房企，受益于竞争格局改善及 REITs 配套：太古地产、龙湖集团、新城控股；4）商管及物管公司，运营服务价值重估：华润万象生活、绿城服务、招商积余；5）头部二手房经纪商。

图表22： 重点公司推荐一览表

			最新收盘价	目标价	市值（百万）	EPS（元）				PE（倍）			
股票名称	股票代码	投资评级	（当地币种）	（当地币种）	（当地币种）	2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E
龙湖集团	960 HK	买入	6.79	12.94	48,191	0.15	0.14	0.16	0.22	40.47	41.27	35.82	26.47
招商蛇口	001979 CH	买入	7.16	12.02	64,555	0.11	0.15	0.19	0.25	63.06	49.29	38.05	29.19
城投控股	600649 CH	买入	4.00	6.70	9,967	0.12	0.13	0.16	0.19	34.63	30.07	25.62	21.47
新城控股	601155 CH	买入	11.99	19.91	27,045	0.30	0.34	0.39	0.49	39.77	35.17	31.02	24.69
华润万象生活	1209 HK	买入	40.42	63.57	92,259	1.73	1.95	2.20	2.49	20.20	17.94	15.89	14.04
越秀地产	123 HK	买入	3.78	5.73	15,196	0.01	0.02	0.08	0.16	238.72	185.69	40.67	19.98
建发股份	600153 CH	买入	8.76	12.42	25,400	-3.73	0.57	0.87	1.12	-2.35	15.39	10.08	7.81
绿城服务	2869 HK	买入	4.31	6.09	13,587	0.28	0.31	0.35	0.39	13.35	12.10	10.78	9.62
建发国际集团	1908 HK	买入	15.46	20.90	35,804	1.42	1.30	1.45	1.70	9.42	10.28	9.23	7.87
新鸿基地产	16 HK	买入	121.90	164.37	353,239	7.54	8.04	8.45	8.75	16.16	15.16	14.43	13.92
中国海外发展	688 HK	买入	13.82	18.54	151,258	1.16	1.07	1.07	1.11	10.31	11.20	11.17	10.80
滨江集团	002244 CH	买入	9.01	11.64	28,034	0.68	0.71	0.74	0.79	13.25	12.65	12.23	11.46
招商积余	001914 CH	买入	8.87	11.44	9,347	0.62	0.88	0.95	1.03	14.28	10.06	9.33	8.64
绿城中国	3900 HK	买入	7.60	9.75	19,288	0.03	0.02	0.02	0.08	235.02	316.18	275.86	77.44
太古地产	1972 HK	买入	24.52	30.57	141,174	-0.27	1.34	1.54	1.73	-92.09	18.36	15.97	14.19
中国金茂	817 HK	买入	1.57	1.92	21,215	0.09	0.09	0.10	0.11	14.64	14.62	13.91	12.48
华润置地	1109 HK	买入	33.18	38.54	236,605	3.56	3.34	3.41	3.76	8.05	8.58	8.41	7.63

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

图表23： 重点推荐公司最新观点

股票名称	最新观点
龙湖集团 (960 HK)	公司公布 25 年业绩：收入 973 亿元，同比-24%；核心亏损 17 亿元，归母净利 10.2 亿，同比-90%，符合公司业绩预告（归母净利 10 亿，核心亏损 15-20 亿），主因开发业务盈利承压。利润下滑主要受开发业务进一步调整所致，但经营性业务已成为公司利润的重要支撑，展现出较强韧性。展望未来，公司虽业绩处于筑底期，但运营已经步入改善通道，随着负债规模的显著下降，财务优势进一步彰显，资产质量持续提升，REITs 市场的发展也让公司商业地产账面价值更具说服力。维持“买入”评级。 考虑公司开发业务短期承压，我们下调 2026-27 年营收及毛利率假设，预计 2026-28 年 EPS 为 0.14/0.16/0.22 元（26-27 年前值 0.68/1.04 元，对应下调 79%/84%）。公司 26E BPS 为 23.19 元，参考可比公司平均 26E PB 为 0.55x（Wind 一致预期），考虑公司短期内开发业务受地产行业调整影响导致波动较大，我们认为公司合理 26E PB 估值 0.49x（估值折价幅度 10%），对应目标价 12.94 港元（前值 15.21 港元）。 风险提示：融资能力减弱；地产销售不及预期；经营性业务发展不及预期。 报告发布日期：2026 年 03 月 30 日 **点击下载全文：龙湖集团(960 HK,买入)：业绩滞后筑底，运营步入优化通道**
招商蛇口 (001979 CH)	招商蛇口发布一季报，2026 Q1 实现营收 236.67 亿元（yoy+15.74%），归母净利 3911.86 万元（yoy-91.22%），扣非净利-3.75 亿元（yoy-197.09%），利润下滑主要因结算节奏导致。我们持续看好公司在行业变局中提升发展质量、抓住资源整合机遇的能力，REITs 持续扩募等机遇拓展公司资产重定价空间，维持“买入”。 我们预计 26-28 年 EPS 为 0.15/0.19/0.25 元，BPS 为 10.93/11.10/11.33 元，可比公司 2026 年 Wind 一致预期 PB 均值为 0.83 倍，公司融资优势显著，投拓积极，储备和发展兼具质与量，予以公司 2026 年 1.1 倍 PB，目标价 12.02 元，维持“买入”。 风险提示：行业政策风险，地产行业下行风险。 报告发布日期：2026 年 04 月 30 日 **点击下载全文：招商蛇口(001979 CH,买入)：结算节奏导致利润下滑**

下载日志已记录，仅供内部参考

股票名称	最新观点
城投控股 (600649 CH)	5 月 28 日，城投控股以 19.3 亿元竞得上海虹口嘉兴路街道宅地。我们认为，公司此次获取内环内稀缺宅地，一方面体现其对上海核心区改善需求和长期资产价值的判断，另一方面也标志着公司在 2026 年公开市场补仓正式落地。结合公司上海核心土储、融资优势、保租房运营及城市更新能力，叠加上海房地产市场的积极表现以及城市更新在“十五五”规划中的重要意义，我们认为公司“开发+保租房运营+REITs”的平台价值有望进一步被市场重估，维持“买入”。 我们维持公司 2026-2028 年 EPS 为 0.13/0.16/0.19 元的盈利预测，BPS 分别为 8.49/8.61/8.75 元。可比公司 2026 年 Wind 一致预期 PB 均值 0.79 倍。考虑公司作为上海城投平台，核心城市资源禀赋突出，融资成本优势显著，积极参与上海城市更新，我们给予 0.79 倍 2026 年 PB，对应目标价 6.70 元（前值 6.41 元，0.75 倍 2026PB），维持“买入”。 风险提示：推盘放缓导致业绩低于预期；市场供应放量导致去化趋缓风险。 报告发布日期：2026 年 06 月 01 日 **点击下载全文：城投控股(600649 CH,买入)：核心区域补仓强化申城禀赋**
新城控股 (601155 CH)	新城控股发布半年报，2026H1 实现营收 176.4 亿元（yoy-20.2%），归母净利 8.5 亿元（yoy-5.1%）。其中 Q2 实现营收 103.3 亿元（yoy-16.5%，qoq+41.1%），归母净利 5.4 亿元（yoy-9.0%，qoq+72.4%）。期内开发业务收入进一步收缩致营收下滑，但商业收入占比提升推动毛利率同比+6.2pct 至 33.1%，盈利质量改善使归母净利降幅显著小于营收。公司商业运营稳健发展，现金流压力得以纾解，开发业务减值影响逐步消减，REITs 机遇有望推动资产重定价，维持"买入"。 我们维持 26-28 年 EPS 为 0.34/0.39/0.49 元，BPS 27.65/28.04/28.52 元的盈利预测，可比公司 26 年 Wind 一致预期 PB 均值 0.72 倍，公司开发业务拖累减轻，商业不动产 REITs 布局顺利推进，利润有望进入修复通道，给予公司 0.72x26PB，目标价 19.91 元（前值 19.63 元，0.71x2026PB），维持“买入”。 风险提示：地产行业下行风险，现金流承压风险。 报告发布日期：2026 年 08 月 27 日 **点击下载全文：新城控股(601155 CH,买入)：商业稳增及 REITs 布局提升盈利质量**
华润万象生活 (1209 HK)	我们借着公司发布“十五五”规划的契机，重新思考购物中心商管业务竞争壁垒和合理估值方式。作为中国消费“HALO 资产”的头部运营商，公司具备深度嵌入中国线下消费供给侧的基础设施网络运营能力，难有竞争对手能够进行体系化抗衡。我们认为购物中心商管业务应与国际酒管公司对标，同时充分考虑竞争壁垒的稀缺性、稳固性，经营计划的透明性，给予一定估值溢价和时间溢价。基于分部估值结果，我们认为公司估值相对合理水平仍有一定上行空间，同时高股息有望提供底线价值保护。维持“买入”评级。 基于对购物中心商管业务竞争壁垒的重新认知，我们小幅上调零售额假设，预计公司 26-28 年核心归母净利润为 44.5/50.2/56.9 亿元（前值 44.1/49.4/55.4 亿元，上调 1%/2%/3%），CAGR 为 13%，27E 股息率为 5.1%。我们将公司分为购物中心商管、大物管、生态圈业务三部分，对标国际酒管公司、头部物管公司、Fetch（大会员业务）进行分部估值，分别给予 34、11 倍 27PE 和 5 倍 27PS，得到合理市值为 1451 亿港币，目标价 63.57 港币（前值 52.42 港币，基于 24 倍 26PE）。维持“买入”评级。 风险提示：零售额不及预期，市拓竞争和盈利能力下行，关联房企支持减弱，收购整合的风险。 报告发布日期：2026 年 05 月 15 日 **点击下载全文：华润万象生活(1209 HK,买入)：中国消费 HALO 资产的头部运营商**
越秀地产 (123 HK)	公司公布 25 年业绩：收入 864.6 亿元，同比+0.1%；归母净利 0.6 亿元，同比-94.2%。公司归母净利下滑主要系结转项目毛利率下行以及归母权益比例有所下降。但公司销售保持行业头部地位，投资持续获取优质地块置换存量项目。未来随着 24-25 年高质量项目逐步进入结转周期，我们预计公司盈利能力有望逐步回升，维持“买入”评级。 我们下调公司 26-27 年归母净利润(-93%、-76%)至 0.7 亿元、3.2 亿元，并预计 28 年归母净利润为 6.6 亿元，对应 EPS 为 0.02、0.08、0.16 元。下调净利润原因主要为下调毛利率假设以及上调少数股东权益占比。鉴于行业整体业绩受资产减值影响波动较大，我们采用 PB 相对估值法。公司 26E BPS 为 13.48 元，参考可比公司平均 26PB 为 0.44x（Wind 一致预期），考虑公司融资优势较可比公司稍低，以及广州市场较北上深稍弱，我们认为公司合理 26PB 估值 0.38x（估值折价幅度 15%），对应目标价 5.73 港元（前值 7.06 港元，基于 0.47x 25PB），汇率 1 港元=0.88295 人民币。 风险提示：单城市经营风险，股东支持力度下降风险，房地产行业下行风险。 报告发布日期：2026 年 04 月 01 日 **点击下载全文：越秀地产(123 HK,买入)：仍在消化存量项目周期**
建发股份 (600153 CH)	建发股份发布 25 年年报以及 26 年一季报，25 年实现营收 6712.70 亿元（yoy-4.28%），归母净亏损 108.15 亿元（24 年 29.46 亿元），因减值影响较大，业绩略低于预告下限（归母净亏损 52-100 亿元）。扣非净利-57.37 亿元（24 年净利 19.05 亿元）。全年分红每 10 股派 7 元。26 Q1 营收 1401.40 亿元（yoy-2.53%），归母净利 7.01 亿元（yoy+20.06%），扣非净利 6.23 亿元（yoy+537.46%）。25 年业绩下滑主要受累于家居和地产业务。家居业务公允价值变动和减值损失合计 273 亿，房地产也受结算结构和减值因素影响，但供应链业务稳健发展。26Q1 家居业务减值影响有所收窄，带动业绩修复。长期视角下，我们看好公司融资优势、优质土储以及周转能力，尤其是地产产品力优势持续提升，有望打开未来空间，维持“买入”。 国企+双主业强化公司融资优势，25 年/26Q1 累计发行 123/56 亿公开债，平均利率仅 2.03%/1.89%。25 年派息率（对应 4 月 29 日股价）达 7.4%。因地产景气度仍在筑底进程，地产销售规模以及表外项目盈利能力有所下降，我们下调 26-27 年归母净利预测，预计 2026-2028 年归母净利为 16.51/25.19/32.53 亿元（较前值分别下调 37.85%/20.43%/-），BPS 为 21.05/21.22/21.64 元（前值 25.12/25.51/-元），可比公司对应 26 年 Wind 一致预期 PB 均值为 0.59 倍，公司资产减值计提充分，预计 26 年 0.59 倍 PB，目标价 12.42 元（前值 13.82 元，26PB0.55x），维持“买入”。 风险提示：地产销售下行风险，家居市场需求下行风险，大宗价格波动风险。 报告发布日期：2026 年 04 月 29 日 **点击下载全文：建发股份(600153 CH,买入)：充分计提下轻装上阵待回暖**

下载日志已记录，仅供内部参考

股票名称	最新观点
绿城服务 (2869 HK)	公司 8 月 21 日发布半年报，1H26 实现营收 98.7 亿元，同比+6%；核心经营利润 12.5 亿元，同比+16%，基本符合公司指引（15%）；归母净利润 7.1 亿元，同比+15%；核心经营利润和归母净利润均高于我们此前报告对于全年增速的预期（12%/10%）。1H26 公司核心利润指标继续兑现指引，各项业务盈利能力逆势改善，延续积极回购。我们继续看好公司通过提质增效兑现 α 属性，进一步发挥在服务品质、品牌溢价、生活服务布局等方面的竞争优势，同时兑现具有吸引力的股息回报。维持“买入”评级。 考虑到公司园区服务经营情况和整体提质增效表现，我们小幅下调园区服务营收、管理费用率，上调各业务毛利率，维持 26-28 年归母净利润为 9.71/10.90/12.22 亿元的盈利预测，对应 EPS 为 0.31/0.35/0.39 元。可比公司平均 26PE 为 11 倍（Wind 一致预期），综合考虑公司未来三年核心经营利润增速和股息率情况，以及在口碑、品牌和生活服务布局方面的优势，我们认为公司合理 26PE 为 17 倍，目标价 6.09 港币（前值 6.35 港币，基于 18 倍 26PE）。 风险提示：贸易应收账款减值风险，股权投资导致利润波动的风险，盈利能力改善不及预期，关联房企支持减弱的风险。 报告发布日期：2026 年 08 月 23 日 **点击下载全文：绿城服务(2869 HK,买入)：盈利能力逆势提升兑现指引**
建发国际集团 (1908 HK)	公司公布 1H2026 业绩:收入 178.0 亿元(同比-47.9%)，归母净利润(考虑永续债影响)7.9 亿元(同比-13.5%)。交付面积同比下降致收入下滑，但毛利率回升、应占联营公司收益大幅增长、所得税大幅减少三重对冲下，归母净利润降幅小于收入降幅。公司销售端权益合同销售行业排名持续提升，叠加产品力优势和优越的库存结构，维持“买入”评级。 基于公司结算节奏和毛利率修复情况，我们下调公司收入预期，上调毛利率假设，基本维持前值盈利预测，预计 26-28E 归母净利润 30.1/33.5/39.4 亿元，因期内以股代息致股本变化，对应 EPS 调整为 1.30/1.45/1.70 元。参考可比公司 26E 平均 PB 0.74x(Wind 一致预期)，考虑公司相对行业更强的销售韧性、更轻的历史包袱，更优的产品力，开发业务利润率有望领先同行复苏，叠加高分红属性，我们认为合理 26PB 为 1.34 倍（维持 80%溢价率），对应 26EBPS13.51 元，目标价 20.90 港元（考虑股本变化追溯调整，前值 17.80 港元，基于 26PB 1.16 倍），维持“买入”评级。 风险提示：1）行业销售下行风险；2）结转营收和利润增速不及预期。 报告发布日期：2026 年 08 月 28 日 **点击下载全文：建发国际集团(1908 HK,买入)：货值结构优势推动毛利率持续改善**
新鸿基地产 (16 HK)	公司发布 FY26 上半财年业绩，FY1H26 实现营收 527 亿港币，同比+32%；核心归母净利润 122 亿港币，同比+17%，而彭博一致预期 FY26 全年增速为 5%；中期 DPS 为 0.98 港币，同比+3%。在内地开发结转放量等因素的推动下，公司核心净利润同比增速亮眼，同时租金表现具备韧性，压降负债后开始积极拓展香港土储。我们预计公司将持续受益于香港房地产市场复苏，并在投资物业和租金规模上具备成长性。维持“买入”评级。 我们预计 FY26-28 公司核心归母净利润为 233/245/254 亿港币（前值 223/237/269 亿港币），较前值+4%/+3%/-6%，主要因为我们上调了部分项目的房价假设、调整了结转节奏，但下调了投资物业坪效假设，以反映香港住宅量价复苏、同时香港和内地商业地产租金尚未企稳的市场环境。我们继续沿用分部估值法，计算得出公司 NAV 为 6351 亿港币，在此基础上给予 25%折让（前值 30%，收窄折让主要考虑到香港房地产市场复苏趋势更为明确，且我们未在模型中计入未来房价上涨预期），上调目标价至 164.37 港币（前值 111.51 港币）。 风险提示：香港住宅市场复苏不及预期，商业地产经营表现不及预期，香港政府收地和投资物业出售带来业绩波动。 报告发布日期：2026 年 02 月 27 日 **点击下载全文：新鸿基地产(16 HK,买入)：业绩增速亮眼，租金彰显韧性**
中国海外发展 (688 HK)	公司公布 26 年中期业绩：营业收入 976 亿元，同比+17.3%；归母净利润 70.3 亿元，同比-18.2%。利润下滑主要由于毛利率下降及合联营公司收益减少。我们认为下半年公司高回报项目将进入结算期，叠加上半年销售双位数增长（TOP10 中唯一），公司将持续受益于核心城市资源重估，维持“买入”评级。 考虑到公司已售未结资源充沛，下半年预计高毛利项目步入结算期，我们维持公司 26-28 年归母净利润分别为 116.8/117.1/121.1 亿元的盈利预测，对应 EPS 为 1.07/1.07/1.11 元。公司 26E BPS 为 35.91 元，参考可比公司平均 26E PB 为 0.45 x（Wind 一致预期），我们认为公司合理 26E PB 与可比公司保持一致，对应目标价 18.54 港元（前值 14.72 港元，基于 0.36x 26E PB）。 风险提示：结转收入及利润率不及市场预期；销售增速不及市场预期；商业物业出租率及租金增长不及预期。 报告发布日期：2026 年 08 月 27 日 **点击下载全文：中国海外发展(688 HK,买入)：销售逆势增长带来业绩潜在修复空间**
滨江集团 (002244 CH)	公司 8 月 26 日发布半年报，1H26 实现营收 321.1 亿元，同比-29%；归母净利润 15.5 亿元，同比-16%。1H26 公司结转规模较小导致归母净利润同比下滑，销售、拿地和融资表现符合公司目标，重回净现金状态。公司在杭州具备显著的深耕优势，土储质量扎实，兼顾财务稳健和拿地力度，有望率先受益于核心城市房地产市场复苏。维持“买入”评级。 考虑到公司待结转资源的进一步消耗，我们下调营收，预计 26-28 年归母净利润为 22.2/22.9/24.5 亿元（前值 22.9/23.7/25.3 亿元，下调 3%/3%/3%），26BPS 为 10.12 元。可比公司平均 26PB（Wind 一致预期）为 0.54 倍，考虑到公司业绩相对具备韧性、土储质量扎实、财务杠杆稳健、有望率先受益于核心城市房地产市场复苏等诸多优势，我们依然认为公司合理 26PB 为 1.15 倍，目标价 11.64 元（前值 11.66 元，基于 1.15 倍 26PB）。 风险提示：地产政策、区域市场、投资收益和少数股东损益占比波动风险。 报告发布日期：2026 年 08 月 27 日 **点击下载全文：滨江集团(002244 CH,买入)：净现金状态巩固财务稳健性**
招商积余 (001914 CH)	公司 8 月 26 日发布半年报，1H26 实现营收 97.7 亿元，同比+7%；归母净利润 5.0 亿元，同比+0.2%，盈利能力进一步承压，主要因为非住宅基础物管毛利率受市场竞争影响同比下降。但公司非住宅市拓规模在激烈竞争下仍取得亮眼增速，彰显核心竞争力。我们看好公司保持市拓优势，关注商业不动产 REITs 对业绩和商管模式的影响。维持“买入”评级。 考虑到商业不动产 REITs 发行尚未获得交易所批准，我们暂未将其纳入盈利预测。基于市场竞争，我们下调毛利率，预计公司 26-28 年归母净利润为 9.3/10.0/10.8 亿元（前值 10.0/10.7/11.4 亿元，下调 7%/6%/5%），其中 26 年较 25 年剔除出售衡阳项目影响的归母净利润（9.1 亿元）+2%，对应 26-28 年 EPS 为 0.88/0.95/1.03 元，26E 股息率为 3.5%。可比公司平均 26PE 为 11 倍（Wind 一致预期），综合考虑公司优秀的非住宅市拓能力、A 股流动性溢价和持续承压的盈利能力，我们收窄估值溢价，认为公司合理 26PE 为 13 倍，调整目标价至 11.44 元（前值 14.25 元，基于 15 倍 26PE）。 风险提示：商业不动产 REITs 发行存在不确定性，物业费降价、收缴和退盘风险，市拓竞争和人工成本刚性上涨，关联房企支持减弱。 报告发布日期：2026 年 08 月 27 日 **点击下载全文：招商积余(001914 CH,买入)：非住宅市拓核心能力得到充分彰显**

下载日志已记录，仅供内部参考

股票名称	最新观点
绿城中国 (3900 HK)	公司公布 2026 年上半年业绩：收入 394.81 亿元，同比-26.0%；归母净利润 0.82 亿元，同比-61.0%。利润下滑主要由于结转面积与均价同比下降、毛利率承压，以及本期计提资产减值及公允价值变动损失净额 19.08 亿元。但公司在产品力优势支撑下，经营端彰显韧性，财务底盘稳固，已售未结与合同负债为后续业绩结转打下基础。维持"买入"评级。 我们下调公司 26-28 年归母净利至 0.53/0.60/2.15 亿元（前值 0.73/2.00/4.11 亿元），对应 EPS 为 0.02/0.02/0.08 元。下调原因包括：1）考虑 1H26 公司开发规模以及毛利率下行趋势，我们下调营收与毛利率假设；2）因房价仍在磨底，我们预计资产减值损失规模收窄的幅度弱于此前预期；3）推动长库存去化形成销售费用率的小幅提升。公司 26EBPS 为 13.87 元，参考可比公司 Wind 一致预期 26PB 均值 0.61x，我们认为公司合理 PB 水平与其一致，对应目标价 9.75 港元（前值 9.92 港元，基于 0.63x26EPB）。 风险提示：行业销售调整风险；结转营收和利润增速不及预期。 报告发布日期：2026 年 08 月 27 日 **点击下载全文：绿城中国(3900 HK,买入)：业绩筑底期保持经营端相对韧性**
太古地产 (1972 HK)	首次覆盖太古地产并给予"买入"评级，目标价 30.57 港元，对应 2026 年 21.2 倍 PE（经常性核心 EPS 口径）。公司是港股市场典型的商业类 HALO 资产--核心城市地标商业物业重资产运营，长生命周期叠加不可复制性，构筑稳健现金流底盘。市场长期视其为防御性标的，但我们认为，随着 2022 年千亿港元投资计划启动，成长性成为公司新的价值标签。 作为泛亚太重奢 HALO 资产，公司兼具安全性与成长弹性。我们预计 2026-2028E 营收 207.9 /221.1/234.0 亿港元，同比+29.6%/+6.3%/+5.8%，经常性核心归母净利分别为 82.9/87.1/95.6 亿港元。由于商业地产入市后存在 2 年爬坡期，物业投资在营面积增速高峰 27 年，因此 29 年后利润增长更为显著。基于 SOTP 每股 NAV 50.96 港元及 40%折让（反映港股商业地产流动性折让、多元化经营折让及开发业务不确定性），给予目标价 30.57 港元（26E 经常性核心 EPS21.2x），首次覆盖给予"买入"。 风险提示：商业地产需求修复不及预期；地产销售去化与利润率波动；测算偏差风险；美联储货币政策波动风险。 报告发布日期：2026 年 08 月 23 日 **点击下载全文：太古地产(1972 HK,买入)：高壁垒商业旗舰的成长加速度**
中国金茂 (817 HK)	公司公布 26 年中报：收入 214.2 亿元，同比-15%；归母净利润 8.8 亿元，同比-19%。上半年公司因为结算节奏原因利润有所下滑，预计下半年随着结算规模回升，全年业绩增速会有所修复。公司上半年销售金额逆势增长，行业排名再创新高，"奋进计划"顺利推进，我们预计公司在未来两年将逐步迎来资产质量的持续优化，上调至"买入"评级。 考虑到公司销售额逆势增长但毛利率仍在筑底，我们上调 26-28 年公司结算收入预测，下调毛利率预测，我们预计 26-28 年归母净利润分别为 12.6/13.2/14.7 亿元（前值 12.5/13.2/14.6 亿元）。我们采用 PB 相对估值法。公司 26E BPS 为 4.01 元，参考可比公司平均 26PB 为 0.41x（Wind 一致预期），我们认为公司合理 26PB 估值 0.41x，汇率 1 港元=0.858 人民币，对应目标价 1.92 港元（前值 1.60 港元，基于 0.35x 26PB）。公司销售规模逆势增长，土储充沛，产品力优势显著，上调至"买入"。 风险提示：销售增速不及预期；结转利润率不及预期；外汇波动风险。 报告发布日期：2026 年 08 月 26 日 **点击下载全文：中国金茂(817 HK,买入)：销售逆势提升带来潜在资产质量改善**
华润置地 (1109 HK)	公司公布 25 年业绩：营业收入 2814 亿元，同比+1.0%；核心净利润 225 亿元，同比-11.4%，归母净利 254 亿，同比-0.6%，略低于我们此前预计的净利增速（+0.2%），主因开发业务盈利承压。全年股息每股 1.166 元。公司已确立开发、经营、轻资产管理三大增长曲线业务的协同发展格局，均稳居各板块龙头，在市场磨底期，公司依然保持相对稳定的业绩和分红，在行业中表现亮眼。辅以资管平台的持续赋能，预计公司资产周转效率与盈利质量将进一步提升，维持"买入"。 考虑公司销售规模有所下降，我们下调 2026-27 年开发业务结转收入假设，预计 2026-28 年 EPS 为 3.34/3.41/3.76 元（26-27 年前值为 3.70/3.96 元，对应调整幅度为-9.58%/-13.75%）。公司 26E BPS 为 42.77 元，可比公司平均 26E PB 为 0.61 倍（Wind 一致预期），考虑公司拥有强大的不动产经营能力和融资优势，我们认为公司合理 26E PB 为 0.79 倍，对应目标价 38.54 港元（前值 36.45 港元，基于 0.82 倍 25EPB）。 风险提示：经常性业务收入增速不及预期；开发业务结转情况不及预期。 报告发布日期：2026 年 04 月 01 日 **点击下载全文：华润置地(1109 HK,买入)：经常性盈利过半，强化发展韧性**

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

风险提示

地产政策波动的风险：地产相关的货币和财政政策、因城施策的调控政策存在不确定性，在房地产发展新模式的框架下，住房、土地、金融、财税等房地产相关领域的基础性制度存在调整优化的可能，都可能对房地产行业和房企经营造成扰动。

地产量价复苏不及预期的风险：今年以来重点城市二手房成交量和房价表现有所改善，但若经济环境的复苏程度、居民预期的修复情况、已出台政策的落地效果不及预期，地产基本面的复苏程度和持续性也存在不及预期的可能。

部分房企面临经营风险：若地产基本面复苏低于预期、现房销售推进力度超预期，部分房企仍可能面临较大的资金链压力，进而出现经营困难等问题。

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

分析师声明

本人，陈慎、刘璐、林正衡，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格) 。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

下载日志已记录，仅供内部参考

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 招商积余（001914 CH）、滨江集团（002244 CH）、建发股份（600153 CH）、招商蛇口（001979 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本值的 1%或以上。
- 华润置地（1109 HK）、绿城中国（3900 HK）、龙湖集团（960 HK）、华润万象生活（1209 HK）、中国海外发展（688 HK）、新鸿基地产（16 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure

其他信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师陈慎、刘璐、林正衡本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 越秀地产（123 HK）、中国金茂（817 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 越秀地产（123 HK）、中国金茂（817 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 越秀地产（123 HK）、中国金茂（817 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后 3 个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 招商积余（001914 CH）、滨江集团（002244 CH）、建发股份（600153 CH）、招商蛇口（001979 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华润置地（1109 HK）、绿城中国（3900 HK）、龙湖集团（960 HK）、华润万象生活（1209 HK）、中国海外发展（688 HK）、新鸿基地产（16 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

下载日志已记录，仅供内部参考

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J
香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809
美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231
新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问，经营许可证编号为：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司
美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司
滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981
电话：+65 68603600
传真：+65 65091183
https://www.htsc.com.sg

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司