下载日志已记录，仅供内部参考

华创证券 HUA CHUANG SECURITIES

证券研究报告

房地产 2026 年 09 月 03 日

房地产行业重大事项点评

供给出清不等于利润改善——为什么开发商减少不是地产股β

推荐（维持）

华创证券研究所

证券分析师：单戈 邮箱：shange@hcyjs.com 执业编号：S0360522110001

证券分析师：许常捷 邮箱：xuchangjie@hcyjs.com 执业编号：S0360525030002

证券分析师：杨航 邮箱：yanghang@hcyjs.com 执业编号：S0360525090001

事项：

2026 年 8 月 28 日，国家金融监督管理总局、中国人民银行发布《个人住房贷款管理办法（试行）》，规定：借款人购买预售商品住房的，贷款人应当在竣工备案后发放贷款，贷款资金应当通过受托支付方式支付至预售资金监管账户。

2026 年 8 月 28 日，住房城乡建设部、自然资源部、金融监管总局发布《关于完善商品住房销售制度的通知》，完善商品住房预售管理，有力有序推行商品住房现房销售，加强政策措施协同。

观点：

供给收缩有助于行业出清和竞争格局优化，但它本身尚不足以构成地产股的买入逻辑。未来新增新房只是住宅有效供给的一部分；优质地块的稀缺性可能会被土地竞拍吸收；次优地块的售价与去化仍受二手房、存量新房和未来供地约束；土地与开发投资若收缩还可能通过地方财政影响住房需求。最终，行业未来呈现何种演化方向，是偏向“供给更少、房价更高、剩余房企 ROE 更高”，还是走向“拿地更少、地价更低、风险更高、规模更小”，仍有待进一步观察。

评论：

对于商品房销售制度及资金监管机制中关键的变化，前期较为一致的判断是：制度变化及销售模式调整会降低新项目 IRR 和房企 ROE；销售回款下降会削弱拿地能力；现房销售会把原本可以通过快速预售部分转移的价格风险重新留在开发商资产负债表内，并将风险暴露期由数月拉长至接近完整开发周期；地方政府可以通过降低地价或其他方式补偿部分回报损失，但补偿幅度或有限；土地出让和房地产投资如果下降还可能对宏观经济形成拖累。但该政策有利于提升居民购房体验和住房品质，推动房地产行业向高质量发展转型，我们认为其总体上属于积极的产业政策。不过，由于其可能改变行业盈利模式和风险分担机制，或对房企盈利能力和经营模式带来调整压力。

当下存在一个更为关键的问题：如果房企拿地能力和意愿下降，地方政府、开发商与居民将如何重新博弈，地价、房价、销量和项目回报最终会形成什么均衡。市场常见的进一步推演是“房企退出—供给减少—库存去化—房价上涨—剩余房企利润改善”。但这种推演是以制造业思路考虑房地产，存在较大问题。

下载日志已记录，仅供内部参考

一、两类宅地，供给收缩会导向两种不同均衡

我们将地块分为 A 类和 B 类，有助于避免把所有土地都视作同质“产能”。**A 类地块的核心特征是需求和价格可预见性较高、未来替代供给有限，新房价格能够在一定程度上脱离周边二手房体系；B 类地块则存在次新房、存量新房或未来新增供地等替代，新房仍处在区域存量住宅的统一价格体系内。**现实中，A 类地块数量有限，B 类地块才是决定行业总量的主流。

1、对于 A 类地块：稀缺性更可能被地价吸收，而不是沉淀为开发商利润

A 类地块风险较低，开发商即使接受较低账面利润率或 IRR，也愿意优先配置。其结果不是竞争消失，而是有限资金先拥挤到 A 类，再把剩余风险预算配置给 B 类。局部高溢价成交并不意味着项目天然拥有超额收益，反而意味着地价由对未来房价最乐观、对产品溢价最自信的竞买人决定。

1）A 类地块本身在“缩圈”。随着高端改善供应增加、开发商产品向更广泛面积段延伸，真正能够脱离二手房价格体系、同时又缺乏未来替代供给的区域越来越少。

2）现房销售会进一步推动资金向 A 类拥挤。B 类项目需要承担更长的价格风险和后续供地风险，资金自然提高对确定性的偏好；A 类地块越少，竞拍压力反而越集中。

3）高确定性不等于高回报。样板间和预售阶段所提供的时间与营销优势减弱后，项目必须以最终交付产品兑现溢价，售价验证难度上升；地方政府在优质地块上的让利空间也未必同步扩大。

4）参与房企减少也不等于进入壁垒永久提高。若某类地块存在足够确定的超额收益，资金、开发能力、代建能力和项目股权可以重新组合，资本并不会因为原有房企出清而长期缺席。

因此，A 类地块最多构成少数项目的获取能力和产品能力 α，不能被外推为少数房企稳定分食的行业利润池。供给越稀缺，越可能先体现为地价和竞拍强度，而不是上市公司可持续 ROE。

2、对于 B 类地块：地价下降能够补偿利润率，却无法消除价格与期限风险

B 类地块的定价中枢由二手房和存量新房共同决定。开发商可以通过户型、立面、园林、精装和社区配套形成产品代差，从而获得更快流速或有限价格溢价，但这种溢价必须建立在区域存量房价格之上，而不能长期脱离。可将其简化为：新房可实现售价 ≈ 交付时点的二手房价格中枢 + 可兑现的产品溢价。

当地方政府新增供地和新盘供应超过区域新增新房净需求时，新项目会从二手房和存量新房中切走购买力，并压低后者的成交价格和去化速度。所谓“新增供地影响存量”，本质上不是区域住房短缺，而是新增产品以更高产品力和更灵活定价重新分配存量购买力。开发商过去之所以敢在房价下行阶段参与这类项目，很大程度上依赖尽早开盘、快速验证并转移部分价格风险。

现房销售改变了这笔交易的风险结构：开发商需要在更早时点支付地价，却在更晚时点才能获得销售回款；拿地判断面对的不是半年后的市场，而是接近两年后的房价、需求、产品偏好及地方政府后续供地。地价下降可以提高静态测算利润率，但它只是风险补偿，不等于风险消失。若价格波动、持有期限和后续供地不确定性同时上升，开发商要求的

下载日志已记录，仅供内部参考

风险回报率也会提高。

因此，B 类地块的核心并非单纯在于地价水平，而在于地价下降能否覆盖开发商对未来不确定性的风险补偿。现房销售模式下，项目盈利由拿地时点的静态测算转向对开发周期内市场变化的动态判断，开发商需要承担更长周期内的经营不确定性。具体来看，项目回报可能受到以下几类判断偏差影响：

1）需求判断错误：区域总成交量看似足够，但其中真正必须由新房满足的净需求可能很小，二手房降价即可重新夺回需求。

2）房价判断错误：交付时二手房价格中枢下移，产品溢价不足以覆盖基准价格下降，低地价也未必能保护项目 IRR。

3）产品判断错误：定位、面积段或产品力偏差会使项目从“新供给”迅速变为经过市场验证但流速偏低的存量新房，其定价行为与特殊二手房越来越接近。

4）供地判断错误：项目持有期被拉长后，地方政府未来新增地块可能在产品和价格上再次分流当前项目，风险窗口不再只是首次开盘前。

综上，B 类项目能否赚钱，取决于开发商对区域净需求、二手房价格、产品结构和未来供地的综合研究能力。即使行业每年仍有一部分项目利润，**利润也会以“部分项目判断正确、部分项目判断错误”的方式分布。房企数量减少不会消除这类判断风险，只会提高收益分化；这是一种项目选择α，而不是供给收缩带来的行业β。**

土地市场的更可能均衡：A 类拥挤、B 类折价、行业规模或收缩。综合两类地块，土地市场不太可能形成“所有地块供给减少—所有剩余房企利润率提高”的统一均衡。更可能出现的结构是：A 类地块继续吸引资金，地价和竞争强度保持韧性；B 类地块需要更大幅度的地价折让，成交量可能下降、风险溢价上升；房企整体拿地规模或收缩，但单项目回报离散度提高。行业从规模竞争转向选择竞争，并不等于行业平均 ROE 进入上行周期。

二、“剩者为王”是将制造业产能周期误套到住宅资产市场

“剩者为王”可能主要表现为少数企业市场份额上升，却不能自然推导出行业利润率、ROE 和股东回报稳定修复。1）市场对房地产供给收缩的理解，潜意识里套用的是制造业产能周期：每年存在相对稳定的刚性需求，开发商减少意味着产能退出；当剩余产能不足以满足需求时，库存下降、价格上涨、利润率修复，剩余开发商由此获得更高的产能利用率和更稳定的利润。2）但在住宅市场中，这三个前提都不成立。开发商数量减少，不等于参与土地竞争的资金减少；新房供给减少，不等于住宅有效供给减少；项目数量减少，也不等于剩余项目的利润确定性提高。

1、住宅价格由存量资产和经济周期决定，而不是由新房产能的蛛网周期决定。

制造业“产能退出—库存下降—价格上涨”的逻辑，隐含地把住宅理解成一种当期生产、当期消费的流量商品：每年产生一批刚性需求，只能由当年的新房供给满足；如果新房生产不足，价格就会上升。但住宅是长久期存量资产，而不是被消费后消失的普通商品。

下载日志已记录，仅供内部参考

市场中的有效供给，不只是开发商手中的新房库存，还包括规模远大于新房流量的存量住宅。二手房可以随时通过挂牌、降价和降低卖方保留价格重新进入市场。居民也可以在新房、二手房、租赁以及推迟购房之间进行选择。

因此，新房供应减少并不等于住宅总有效供给减少。当经济走弱、收入预期下降、居民资产配置偏好改变或者房价预期继续下修时，二手房业主可能通过降价扩大有效供给，居民也可能主动延后购房。新房减少所形成的局部供给改善，完全可能被二手房降价和总需求收缩抵消。

新房需求也不是一个外生、稳定的“刚性需求池”。1）新房需求取决于常住人口净增长带来的城市扩张、少量的人均居住面积提升和城市更新需求。2）这决定了住宅价格的中枢主要由经济周期、居民资产负债表和住宅持有偏好决定，而不是由当期新开工或新增新房库存单独决定。换言之，制造业面对的是相对稳定需求下的产能调整；房地产面对的则是：新房供给收缩的同时，需求曲线也可能继续左移，二手房有效供给还可能通过降价不断释放。

2、“剩者”可能获得份额，但未必获得利润。1）如果将开发商减少直接理解为“剩者为王”，实质上连续跳过了三个并不成立的推导：开发商减少≠土地竞争资金同比例减少；新房产能减少≠住宅有效供给短缺；项目数量减少≠ 剩余项目利润确定性提高。2）在A类区域，供给稀缺产生的收益容易被土地竞拍和附加条件吸收；在B类区域，项目利润主要来自对未来房价和需求的正确判断；在整个住宅市场层面，新房只是存量住宅市场中的边际供给，房价中枢仍由宏观经济、二手房价格和居民资产配置决定。

因此，开发商数量下降更可能带来的是市场份额集中和项目盈亏分化加大，而不一定是行业平均利润率稳定上升。剩余开发商可以获得更多销售份额，但如果行业销售总量、资产周转率和房价中枢仍在下降，份额提升并不必然转化为更高的ROE和自由现金流。

三、被忽视的第二重作用：供给收缩可能通过宏观反馈继续压低需求

供给减少并不是一个与需求无关的外生利好。1）土地出让下降一方面意味着未来新房减少，另一方面可能也会压低地方政府收入和房地产开发投资；后者会通过政府支出、产业链收入、信用扩张和居民预期反向影响总需求。若这一负反馈足够强，供给曲线左移尚未形成价格支撑，需求曲线可能已经进一步左移。2）这意味着，供给下降可能同时是需求走弱的结果和需求进一步走弱的原因。市场若只看到“未来少建了多少房”，却忽略“土地财政和开发投资少创造了多少收入与信用”，就相当于在局部供需图上讨论价格，而没有把房地产重新放回宏观总需求体系。

地方政府供地节奏也会影响市场对供给收缩效果的预期。地方政府需要在稳定市场与实现土地收入之间权衡：当前可以减少B类供地、集中推出A类地块，但财政压力上升后又可能恢复供地或降低价格。只要未来供给承诺完成度有波动，开发商就不会因为短期供地减少而显著提高对两年后售价的判断，居民也不会仅因当期供地减少就改变房价预期。

因此，土地出让下降对地产股的含义可能是双重的：它减少未来竞争性供给，但同时压缩行业规模、地方财政和总需求。只有前一作用显著强于后一作用，且需求端已经稳定，供给收缩才可能形成净利好；在此之前，它更接近行业下行过程中的风险重定价，而不是新一轮利润周期的起点。

下载日志已记录，仅供内部参考

四、投资建议

供给减少是辅助变量，而非充分投资逻辑。

1、供给减少可以降低未来新房竞争、帮助部分存量项目去化，也可能在地价充分下降后改善个别新项目的静态利润率；但它无法自动创造住宅短缺、开发商定价权和上市公司股东回报。对 A 类地块，稀缺性可能被竞拍吸收到地价；对 B 类地块，项目回报取决于二手房价格、净需求、产品判断和未来供地；在公司层面，规模、周转、杠杆与减值又可能抵消毛利率改善；在宏观层面，土地和开发投资若下降还可能继续削弱需求。

2、“房企拿地意愿下降—土地出让减少—新房供给减少”最多说明行业正在收缩和重新定价，不能直接推出“存量库存必然去化—房价必然上涨—剩余房企稳定盈利”。地产股真正需要关注的，不仅是单纯的供给调整，而是需求端出现可验证的稳定、地价对风险完成充分补偿、优质项目收益没有被竞拍掉，并最终在上市公司现金流和 ROE 中兑现。

3、在这些条件出现之前，供给减少更可能只是降低下行斜率，而不能改变趋势方向；更可能提高项目之间的收益分化，而不是抬升全行业平均回报。**投资上应当寻找具备地块研究、产品兑现、融资与现金流优势的公司 α，而不应把“开发商数量减少”本身视为行业 β 的投资逻辑。**

五、风险提示

土地财政收缩，左移总需求曲线。

下载日志已记录，仅供内部参考

地产链和多元资产研究组团队介绍

房地产及建筑建材组组长、首席分析师：单戈

中国人民大学风险管理与精算学博士，4 年地产研究经验，曾任职于农银理财子、国泰君安证券研究所，2022 年加入华创证券研究所。

组长、资深分析师：郭忠良

曾任职于京东金融战略研究部。2017 年加入华创证券研究所。

分析师：黄雄

南开大学理学硕士，2019 年加入华创证券研究所。

分析师：许常捷

同济大学建筑与土木工程硕士，2 年地产研究经验，曾任职于华润置地，从事房地产投资（涉及住宅、租赁住房、商办综合体等），2022 年加入华创证券研究所。

分析师：杨航

上海财经大学学士，浙江大学硕士，2023 年加入华创证券研究所。

助理研究员：陈瀚磊

清华大学金融硕士，2026 年加入华创证券研究所。研究方向：建材、多元化地产。

下载日志已记录，仅供内部参考

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张婷	北京机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	公募机构销售总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	张羽驰	销售经理		zhangyuchi@hcyjs.com
	骆振琳	高级销售经理		luozhenlin@hcyjs.com
	刘亚东	销售经理		liuyadong@hcyjs.com
	白嘉琪	销售助理		baijiaqi@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
	龚佳宁	机构销售		gongjianing@hcyjs.com
	周怡圆	资深销售经理		zhouyiyuan@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	张嘉慧	资深销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	资深销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	胡丁琳	销售经理		hudinglin@hcyjs.com
	付雅琦	销售经理		fuyaqi@hcyjs.com
	王艺嘉	销售助理		wangyijia1@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	祁继春	上海机构销售副总监		qijichun@hcyjs.com
	黄畅	保险机构销售总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	资深销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	许馨匀	销售助理		xuxinyun@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	刘雯	销售经理		liuwen@hcyjs.com
	金可依	销售经理		jinkeyi@hcyjs.com
	武君书	销售经理		wujunshu@hcyjs.com
	姜茜	销售助理		jiangxi@hcyjs.com
	罗兰丹波	资深销售经理		luolandanbo@hcyjs.com
	谢玮颖	资深销售经理		xieweiying@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	王世韬	高级销售经理		wangshitao1@hcyjs.com

下载日志已记录，仅供内部参考

	古舞	销售助理		guwu@hcyjs.com
	曹雅博	高级销售经理		caoyabo@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	机构服务部总经理助理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	副总监	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹玙	高级销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
	陈孟昕	销售经理		chenmengxin@hcyjs.com
	文焱艺	销售经理		wenyanyi@hcyjs.com
	王秋晓	销售经理		wangqiuxiao@hcyjs.com
	谭雯欣	销售经理		tanwenxin@hcyjs.com
	陈蕾	销售助理		chenlei1@hcyjs.com
	赵方圆	销售经理		zhaofangyuan@hcyjs.com

下载日志已记录，仅供内部参考

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

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/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

人在草木间

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号花旗大厦 12 层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522