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 08 月 30 日

房地产行业重大事项点评

预售制度调整和现房销售的效果推演

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。

评论：

一、银行发放按揭贷款节点从封顶调整至竣工，对房企销售回款影响较大

本次围绕房地产新发展模式出台了一系列新政，核心内容是：“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”，对房企销售回款影响较大。1）在过去的商品房预售制度下，商品住宅的开发节点主要包括：拿地—开工—开盘—主体结构封顶—竣工备案—交付。其中，主要现金流出包括拿地支出、建安成本支出；主要现金流入包括开发贷到账（支付土地款后）、首付款到账（开盘节点，T+6 个月）以及银行发放按揭贷款（封顶节点，T+12 个月）。若项目销售热度较高，拿地后一年内即可实现全部销售回款。2）但本次政策明确规定，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。按照新的预售条件，首付款到账时点后移至封顶节点，即 T+12 个月；银行放贷则对应竣工节点，即 T+24 个月。在新的预售制度下，房企的回款时间几乎延长一倍。

我们以杭州过去的预售条件[1]，模拟住宅开发项目的现金流：项目土地总价 10 亿元、货值 20 亿元、建造成本 5 亿元，假设居民购房实际首付比例为 40%、贷款比例为 60%。根据杭州的开发贷条件（最高额度为土地款的 70%，即开发贷 7 亿元，缴纳完土地款 2 个月内完成放款）及预售条件（主体结构 10 层以上）测算，**在原有预售制度、新预售制度与现房销售三种情形下，测算项目 IRR 分别为 13.2%、6.1%和 4.8%。**

备注：参考广州首块成交的现房销售地块土地款支付节奏，竞得人签订出让合同之日起 30 天内支付不低于 50%的成交价款，剩余款项可在 2 年内付清；本次测算现房销售假设下，已经把最后一笔土地款（50%）放到了竣工结算前一个月，即 T+21 月。

测算结果表明，新的预售制度下项目 IRR 与现房销售模式下的 IRR 已非常接近，主要原因在于：按揭贷款只能在竣工备案后发放，主要的销售回款均被推迟至竣工备案节点。

[1] 杭州过去的预售条件较为严格，高层要求建设到主体结构 10 层以上才可预售；北京、上海相对宽松，过去预售条件是主体结构正负零。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 1 老预售制、新预售制、现房销售制下房企项目 IRR 测算对比

情景1	时间	T月	T+1月	T+2月	T+3月	T+4月	T+5月	T+6月	T+7月	T+8月	T+9月	T+10月	T+11月	T+12月	……	T+21月	T+22月	T+23月	T+24月	……	T+30月	
原本的预售制 1、正负零可售 2、封顶发放银行贷款	工程节点	拿地			开工		正负零		主体结构10层 开盘			封顶					竣工		交付			
	现金流出项	土地款*20%	土地款*30%				工程款支付至10%	土地款*50%				工程款支付至40%	开发贷还款				工程款支付至80%		工程款支付至90%		工程款支付至100%	
	现金流入项							开发贷分期放款	首付 开发贷分期放款	首付	首付	银行发放按揭贷款										IRR
	模拟现金流	-2.0	-3.0				-0.5	-1.5	7.5	2.4	1.6	10.5	-7.0				-2.0		-0.5		-0.5	13.2%
	模拟现金流出	-2.0	-3.0				-0.5	-5.0				-1.5	-7.0				-2.0		-0.5		-0.5	
	模拟现金流入							3.5	7.5	2.4	1.6	12.0										

情景2	时间	T月	T+1月	T+2月	T+3月	T+4月	T+5月	T+6月	T+7月	T+8月	T+9月	T+10月	T+11月	T+12月	……	T+21月	T+22月	T+23月	T+24月	……	T+30月	
预售制调整后 1、封顶可售 2、竣工放管	工程节点	拿地			开工		正负零		主体结构10层			封顶，开盘					竣工		交付			
	现金流出项	土地款*20%	土地款*30%				工程款支付至10%				土地款*50%	工程款支付至40%					工程款支付至80%	开发贷还款	工程款支付至90%		工程款支付至100%	
	现金流入项										开发贷分期放款	首付 开发贷分期放款	首付	首付			银行发放按揭贷款					IRR
	模拟现金流	-2.0	-3.0				-0.5				-1.5	6.0	2.4	1.6			10.0	-7.0	-0.5		-0.5	6.1%
	模拟现金流出	-2.0	-3.0				-0.5				-5.0	-1.5					-2.0	-7.0	-0.5		-0.5	
	模拟现金流入										3.5	7.5	2.4	1.6			12.0					

情景3	时间	T月	T+1月	T+2月	T+3月	T+4月	T+5月	T+6月	T+7月	T+8月	T+9月	T+10月	T+11月	T+12月	……	T+21月	T+22月	T+23月	T+24月	……	T+30月	
现房销售 竣工可售	工程节点	拿地			开工		正负零		主体结构10层			封顶					竣工，开盘		交付			
	现金流出项	土地款*20%	土地款*30%				工程款支付至10%					工程款支付至40%				土地款*50%	工程款支付至80%	开发贷还款	工程款支付至90%		工程款支付至100%	
	现金流入项										开发贷分期放款	开发贷分期放款					首付+银行放贷					IRR
	模拟现金流	-2.0	-3.0				-0.5				3.5	2.0				-5.0	8.0	3.0	-0.5		-0.5	4.8%
	模拟现金流出	-2.0	-3.0				-0.5					-1.5				-5.0	-2.0	-7.0	-0.5		-0.5	
	模拟现金流入										3.5	3.5					10.0	10.0				

资料来源：华创证券测算

二、现房销售的效果推演

1、对房企：短期可能影响房企拿地规模和拿地意愿，或影响房企销售规模

现房销售及预售制度调整可能削弱房企的拿地意愿和拿地能力，拿地规模或将收缩，并进一步推演至房企缩表。1）预售制度调整后，房企现金流回流放缓、周转效率下降，用于拿地的现金流规模随之收缩，拿地能力因而下降。过去能够实现“一年两熟”“一年三熟”的房企，运营效率将下滑，拿地规模短期可能收缩。2）现房销售本质上由房企承担更大的市场风险：房企需提前预判两年后的房价走势并为现房定价，拿地风险上升，可能会压低房企的风险偏好和拿地意愿。

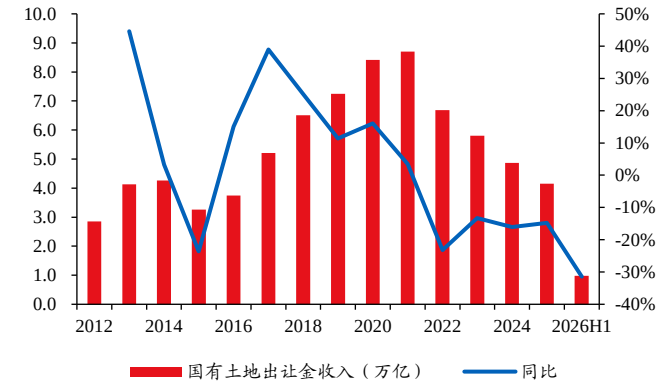
2、对地方政府：土地财政或将受影响，将与房企达成新的平衡

短期内地方政府卖地收入可能下降，那么地方政府行为有两种可能：1）保持地价不变，土地出让金自然回落；2）降低土地价格，或通过其他方式让利，尽量对冲土地出让金下降，同时加大对优质区域（核心城市的低库存区域）地块的供应。

地产通过土地财政对总需求曲线的影响值得持续追踪。1）2025 年国有土地使用权出让金收入 4.2 万亿，同比-15%，较 2021 年高点下降 52%。2）从百城土地成交金额来看，2025 年百城宅地成交总价 1.9 万亿，同比-8%，较 2020 年市场高点下降 59%；2026 年 1-7 月百城宅地成交进一步下滑，同比-31%。

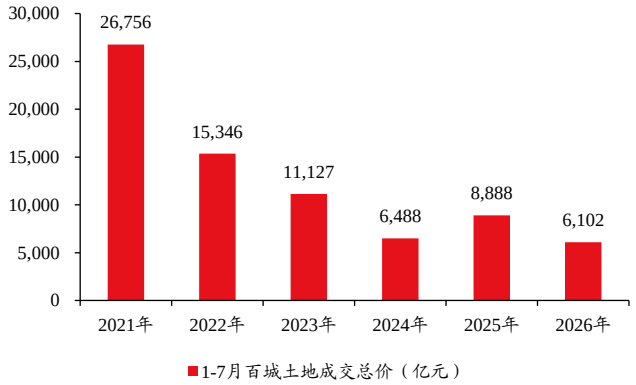
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 2 2025 年国有土地使用权出让金收入 4.2 万亿，较高点下降 52%



资料来源：Wind，华创证券

图表 3 2026 年 1-7 月百城宅地成交进一步下滑，同比-31%



资料来源：Wind，华创证券

3、对城市库存的影响：若地方政府控制供地，核心城市老库存较大的区域可能迎来去库存窗口期

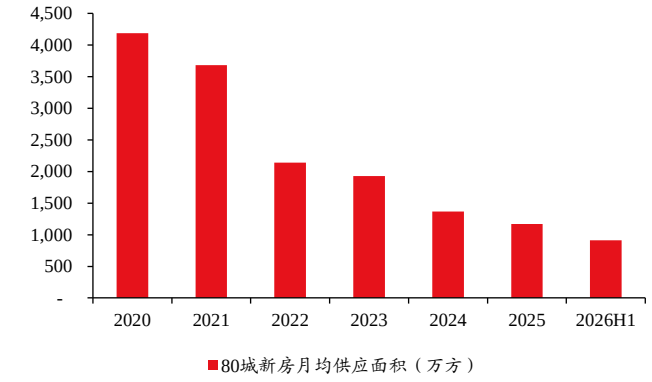
去库存的逻辑成立需要建立在地方政府控制供地、需求稳定的基础上，逻辑较弱。1）首先，对于三四线城市整体影响有限。当地有效购房需求本就偏低，房企早已较少拿地；过去几年，三四线城市事实上已进入现房销售阶段，年度新增供应新房供应几乎为个位数，主要满足当地改善性需求。即使进一步推进现房销售，当地供给格局也不会发生明显变化。2）其次，对于核心城市，房企拿地能力下降、拿地风险上升，将使其拿地更加谨慎，并把有限的“子弹”投向更有把握盈利的低库存区域。因此，老库存较大的区域可能阶段性断供或新房供应大幅收缩，有利于老库存去化和二手房成交。3）但这是建立在地方政府控制供地的基础上，若地方政府降地价吸引房企拿“现房”地块，房企获取现房销售地块后，交房时间约在 2 年后；而现有存量预售住宅的交房时间约为 1—1.5 年，二者整体差异并不大，老库存可能仍然会与“现房”形成竞争。

4、对房价的影响：新房供应下降虽然不必然构成房价企稳/上行，但能改善板块的供需关系，减小边际冲击

现房销售推进后，房企拿地收缩、新房供应下降，与房价企稳/上行之间并不存在必然因果关系。1）过去几年，新房供应持续收缩，2026H1，80 城新房月均供应面积下滑至 913 万方，距 2020 年高点已经下降 78%，但并未扭转房价下行的趋势，说明持续收缩的供给叠加二手房交易，仍能够满足居民需求。2）房价受多重因素影响，板块供需只是其中一环。新房供给减少可能改善板块的供需关系，减小边际冲击，但并不必然带来房价上涨；居民收入预期、居民持房成本/收益等因素影响更大。

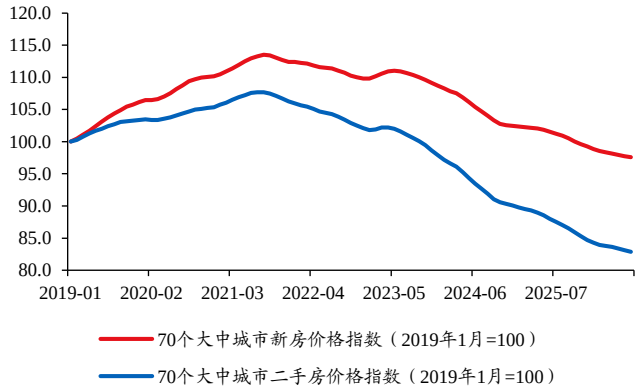
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 4　26H1，80 城新房月均供应面积较 2020 年高点下滑 78%



资料来源：普睿数智，华创证券

图表 5　22-26 年 7 月 70 个大中城市房价下滑



资料来源：Wind，华创证券

投资建议：进一步从房企投资角度推演，1）对于过去运营效率较高的房企，市场此前的估值逻辑建立在其能够维持稳定拿地中枢和利润中枢的基础上。但随着现金流回款速度明显下降，这类房企可能难以维持过去的运营效率，拿地中枢可能收缩，短期内原有估值逻辑或被打破，股价可能出现波动。2）中长期来看，所有房企都将面临对新均衡点的博弈，根据自身现金流情况，与拿地操盘能力，找到新形势下的拿地中枢和利润中枢，从而给予合理估值。

风险提示：土地财政进一步下滑，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

	古舜	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

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