长江证券 CHANGJIANG SECURITIES

行业研究 | 专题报告 | 房地产

行业逻辑重塑，现房时代来临

报告要点

整体来看，封顶预售/现房销售下房企资金周转及 IRR 确实会受到拖累，但政策并非一刀切，关键在于因城施策尺度，客观约束下仍有执行层面的弹性空间。按揭放款延迟至主体竣工备案，开发商回款周期拉长；但地价分期、溢价率下降、供给收缩、配套融资、按揭年限拉长、利率差异化定价等形成一定对冲，对房企的短期综合影响偏负面，但利好行业中期格局优化。此外受新房供给缩量影响，重点城市二手量价有望更快修复，对二手经纪龙头形成一定利好。

分析师及联系人



刘义
SAC：S0490520040001
SFC：BUV416



袁佳楠
SAC：S0490520070001



宋子逸
SAC：S0490522080002



侯兆熔
SAC：S0490525060001

房地产

| 证券研究报告 |

2026-09-07

行业研究 | 专题报告

投资评级 看好 | 维持

行业逻辑重塑，现房时代来临

新的框架，新的时代

三大纲领性文件重塑房地产行业销售与金融制度框架，我国延续了 30 余年的期房主流销售模式逐渐进入尾声，现房时代正式到来。尽管政策并非一刀切，在新老划断之外对于预售条件也留有一定因城施策空间；但如若考虑预售资金监管与个贷放款时点大幅后置，销售制度或实质性偏严。销售定金制在提前锁客的同时保障购房人利益，地价分期、开发贷期限拉长与加大多元融资等缓释房企资金压力。按揭期限由 30 年延长至 40 年叠加月所有债务支出较收入比要求放宽，在一定程度降低购房者近期月供压力的同时，或可适度撬动居民杠杆。

新模式下开发项目周转率下降、IRR 承压

静态角度，从高能级城市典型项目（高房价、低货地比）来看，新规预售模式和现房销售模式最大影响在于现金流回正时间明显拉长，周转率和 IRR 明显下降，不确定性和资金成本增加，净利率也将承压，而 ROE 受周转率和净利率双降影响下行压力会更大。动态经营角度，市场有自发的适配功能，地价大概率也会相应下降，供给收缩和产品可见背景下，核心区域新房价格也有适度上涨动力，未来净利率有明显修复空间，进而弥补周转率的下降，稳态 ROE 受影响幅度变小。根据敏感性分析结果，货地比越低，利润缓冲越薄，越容易出现净利率和 ROE 明显下滑；原预售条件越宽松，切换新规后的边际影响越大；土地分期和审批提速可改善现金流。

现房销售的试点经验和新制度的影响

近年来现房销售的试点不绝于耳，较早且较大规模推行现房销售的当属海南。海南全省于 2020 年 3 月首推“现房销售”，至今已逾六年，得益于库存充足和市场上行，现房制度对海南市场的影响相对可控；微观层面，执行现房销售使得开盘周期延长一年甚至以上，明显降低资金周转效率，但通过地价让利和其他配套支持，项目在利润率层面获得补偿。**短期来看，新制度对开发项目资金周转的拖累主要体现在两个方面，其中“主体结构封顶方可预售”单一要求的影响可能相对可控，**对于一栋近百米的普通高层住宅，假设原方案出正负零即可预售，采用新制度后的预售节点可能滞后半年左右；**但“竣备后方可发放贷款”这一要求的影响可能较大**，原制度下预售和放款节奏相对宽松的城市，叠加后的预售资金回笼时间可能延长一年半甚至两年以上，这将对开发商的资金周转效率产生较大影响，进而对利润水平形成侵蚀。长期来看，现房销售或是未来大势所趋，过渡阶段不排除各地方政府或出台相关应对策略，以缓释新政策对开发商资金周转的影响，从而提高项目的利润水平，对冲周转效率下降造成的 ROE 拖累。

短期考验房企周转盈利，利好行业中期格局优化

整体来看，封顶预售/现房销售下房企资金周转及 IRR 确实会受到拖累，但政策并非一刀切，关键在于因城施策尺度，客观约束下仍有执行层面的弹性空间。按揭放款延迟至主体竣工备案，开发商回款周期拉长；但地价分期、溢价率下降、供给收缩、配套融资、按揭年限拉长、利率差异化定价等形成一定对冲，对房企的短期综合影响偏负面，但利好行业中期格局优化。此外受新房供给缩量影响，重点城市二手量价有望更快修复，对二手经纪龙头形成一定利好。

风险提示

1、新房供需关系改善不及预期；2、配套支持政策不及预期；

3、测算结果与实际情况存在差异。

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《新模式有哪些潜在影响？——房地产行业周度观点更新》2026-08-31
- 《如何理解地产板块投资的胜率与赔率？——房地产行业周度观点更新》2026-08-23
- 《如何看待政策空间与板块核心矛盾？——房地产行业周度观点更新》2026-08-16

更多研报请访问
长江研究小程序

目录

新的框架，新的时代.....4
销售制度：虽留有因城施策空间，但资金维度更趋现房.....4
信贷管理：开发贷优化适配现房销售，个贷新规适度撬动杠杆.....5
多元融资：从依赖主体信用到兼顾项目单元.....6
新模式下开发项目周转率下降、IRR 承压.....7
项目分析：现金流转正时间后移、IRR 明显下降.....7
敏感性分析：货地比越低、原预售条件越宽松，边际影响越大.....8
现房销售的试点经验和新制度的影响.....9
海南执行现房销售的案例.....10
新制度对项目资金周转的影响.....11
风险提示.....12

图表目录

图 1：高能级城市项目净现金流模拟.....8
图 2：高能级城市项目累计净现金流走势.....8
图 3：货地比和预售条件敏感性分析.....9
图 4：我国现房销售主要城市案例（截至 2026 年 8 月）.....10

8 月 28 日，住建部、自然资源部、金融监管总局、央行、证监会等多部委印发事关中国住房销售制度改革的一系列重磅政策，标志着我国延续了 30 余年的期房主流销售模式明显趋严，同时现房时代逐步来临。新的房地产销售与金融制度框架下，对行业、房企、购房者的影响几何？本文对此予以解读。

新的框架，新的时代

“8.28 地产新政”相关政策核心为三份纲领性文件：住建部、自然资源部与金融监管总局联合印发的《关于完善商品住房销售制度的通知》，央行与金融监管总局印发的《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》，以及证监会印发的《关于资本市场支持构建房地产发展新模式的意见》。**三份纲领文件分工又互补，共同构建了新时代的房地产销售与金融制度框架。**在三份纲领性文件之外，商品住房开发贷款、个人住房贷款等五项配套管理办法同步出台，行业发展新模式的融资制度愈发完善。

销售制度：虽留有因城施策空间，但资金维度更趋现房

《关于完善商品住房销售制度的通知》**在根本上确立了现房销售的优先地位。**尽管预售制度依旧存在，但预售条件与资金监管明显趋严，行业正式进入现房时代。

- **政策定调：**坚持稳中求进、先立后破，稳步推进商品住房销售制度改革。政策不会简单的一刀切，“老项目老办法，新项目新办法”，且城市间留有因城施策空间。
- **预售条件：**商品住房项目实行预售的，需完成主体结构封顶，较过往各地出正负零或完成主体结构一定比例的预售条件明显趋严。但政策明确：**具体条件由各地根据实际情况确定**，给各地留有一定政策执行空间。
- **新老划断：**已取建设工程规划许可证的项目可以老标准，但鼓励现房销售；新出让土地与未取证项目优先选择现房销售。**后续的关键点在于各地“优先选择”的尺度，尤其在土拍环节是否就直接限制必须现房销售。**
- **预售资金监管**：项目竣工验收、具备交付条件后，解除资金监管。与过往预售资金监管可按建设进度分批解禁，且部分城市非全额监管相比，新政后的监管可能趋严。**但更为关键的是：**参照央行与金融监管总局新发文件，**现房销售的新房，个人住房贷款在销售备案后发放，预售的新房个贷严格在项目竣工备案后发放。如果说预售条件还有一定因城施策空间，个贷在竣备后才能发放则意味着开发商在竣备前可获取的售楼款相对有限。**
- **现房销售定金制：**可收取购房人少量定金并予以监管，开发商违约需返还定金并承担违约责任。**些许的定金更偏向提前锁客与确定权责，对购房人利益形成保障。**
- **地价分期：**房企购地需用自有资金，但可按国家规定分期缴纳土地出让价款。**地价分期可以大幅缓释房企资金压力，**如 2026.08.28 广州南沙首宗现房销售地块成功出让，其土地款支付要求为：签合同 30 天内付不低于 50%，剩余款项可在 2 年内缴清。需持续关注各地后续土拍时的土地款支付条款。

- **加大融资力度：**项目实行主办银行制；以分户土地使用权集合设定抵押申请开发贷；支持项目公司股债等多元融资；实现开发贷款发放与项目建设周期相匹配。**参考开发贷管理新规，开发贷期限已相应延长，后续关键点在于利率端是否有优惠。**
- **其他：**商品住房开发建设实行项目开发公司制；推行“交房即交证”等。

信贷管理：开发贷优化适配现房销售，个贷新规适度撬动杠杆

《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》及 5 个配套文件共同构建适配房地产发展新模式的信贷管理制度。**相较而言，政策文件中对于开发贷、个贷的相关表述对行业有较大影响：**

商品住房开发贷款：

- **贷款期限：**预售项目贷款期限原则上不超过 3 年，最长不超过 5 年；现售项目贷款期限原则上不超过 5 年，最长不超过 7 年。**过往住房开发贷款期限一般不超过 3 年，贷款期限的延长更为适配现房销售制度**，房企无法提前获取购房款背景下也会加大对于开发贷的依赖。
- **还款安排：首次还本日期原则上应在商品住房项目竣工备案后**，经协商一致的可以提前归还贷款本金。**项目竣备后个贷才能发放，且预售资金监管解除，房企开始有增量资金用于偿付开发贷本金。**

个人住房贷款：

- **着重考核借款人还款能力：**月房贷支出与收入比例上限控制在 50%及以内，月所有债务支出与收入比控制在 60%及以内。**之前相关要求分别为 50%、55%以内，政策实质上边际放松。**
- **利率市场化+差别化定价：**个贷利率应当遵循市场化原则，由借贷双方在遵守国家有关规定和行业自律管理要求的前提下协商确定，定价基准和定价方式等按照相关规定执行。建立客户差别化风险定价管理机制，根据当地房地产市场情况、借款人信用状况和还款能力等合理确定具体利率水平。
- **存量房贷利率动态调节机制：**存量浮动利率个贷，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。**2024 年央行完善个贷利率定价机制后，六大国有行将偏离度设定在 30BP。**
- **月供压力降低、利息总额增加：**最长贷款期限由 30 年延长至 40 年，**在一定程度降低购房者近期月供压力的同时，或可适度撬动居民杠杆。**
- **放贷时点后移，严控开发商资金预防烂尾：**个人住房贷款发放端，若购买预售商品房，竣工备案后发放贷款；购买现房，在销售备案后发放贷款。**过往年份个贷通常在封顶甚至网签后即可放款，新政房贷时间大幅后置。**
- **展期要求：**借款人申请贷款展期的，展期期限累计不得超过原贷款期限的一半，贷款原期限与展期期限合计不得超过 40 年。

- **新老划断：**新的个贷管理办法自印发之日起施行，此前已取得预售许可证的项目，其个贷发放条件可以按照原规定执行。**考虑批量房企本年度拿地仍未取得预售证，前期高价地获取较多的开发商现金流压力或有收紧。**

多元融资：从依赖主体信用到兼顾项目单元

2022 年房地产融资“三支箭”就已打开房企股权融资限制，过去几年多家房企已成功定增或发行可转债。“8.28 地产新政”中证监会印发的《关于资本市场支持构建房地产发展新模式的意见》，进一步印证对房企多元融资的支持，但**与前述销售制度配套，房企融资将逐渐从依赖主体信用向基于项目情况转变：**

- **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。
- **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 ABS：**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。
- **推动 REITs 高质量发展**：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。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。

整体来看，三大纲领性文件重塑房地产行业销售与金融制度框架，我国延续了 30 余年的期房主流销售模式明显趋严，现房时代逐步到来。尽管政策并非一刀切，在新老划断之外对于预售条件也留有一定因城施策空间；但如若考虑预售资金监管与个贷放款时点大幅后置，销售制度或实质性偏严。销售定金制在提前锁客的同时保障购房人利益，地价分期、开发贷期限拉长与加大多元融资等缓释房企资金压力。按揭期限由 30 年延长至 40 年叠加月所有债务支出较收入比要求放宽，在一定程度降低购房者近期月供压力的同时，或可适度撬动居民杠杆。

新模式下开发项目周转率下降、IRR 承压

静态角度，从高能级城市典型项目（高房价、低货地比）来看，新规预售模式和现房销售模式最大影响在于现金流回正时间明显拉长，周转率和 IRR 明显下降，不确定性和资金成本增加，净利率也将承压，而 ROE 受周转率和净利率双降影响下行压力会更大。动态经营角度，市场有自发的适配功能，地价大概率也会相应下降，供给收缩和产品可见背景下，核心区域新房价格也有适度上涨动力，未来净利率有明显修复空间，进而弥补周转率的下降，稳态 ROE 受影响幅度变小。根据敏感性分析结果，货地比越低，利润缓冲越薄，越容易出现净利率和 ROE 明显下滑；原预售条件越宽松，切换新规后的边际影响越大。

项目分析：现金流转正时间后移、IRR 明显下降

以高能级城市典型项目为例，项目规划建面 5 万平方米，销售均价 5.0 万元/平方米，房价/地价为 1.8 倍，对应总地价约 13.89 亿元；建安成本 0.8 万元/平方米，销售费用率 3%、管理费用率 2%，基准融资成本 3.5%，开发贷利率 3.0%，项目静态毛利率约 22.0%。

1）旧规预售：累计现金流首次转正时间为 14 个月、净利率 7.0%、IRR18.6%

项目按建设周期 1/3 节点，即第 8 个月启动预售，首开去化率 20%，续销周期 12 个月；土地款按 T0、T3 两期支付。项目累计现金流首次转正时间为 14 个月，财务费用约 0.46 亿元，净利率约 7.0%，IRR 约 18.6%，ROE 约 12.4%。

2）新规预售：累计现金流首次转正时间为 24 个月、净利率 3.5%、IRR6.9%

新规预售基准情景下，项目在主体结构封顶后，即第 15 个月启动预售，首开去化率 20%，续销周期 12 个月；预售按揭在竣工备案后到账，土地款按 T0、T3 两期支付。项目累计现金流首次转正时间延长至 24 个月，财务费用增至约 1.26 亿元，净利率降至 3.5%，IRR 降至 6.9%，ROE 降至 2.5%。

3）新规现房：累计现金流首次转正时间为 34 个月、净利率 3.5%、IRR6.0%

新规现房基准情景下，项目完成登记/现房销售备案后，即第 27 个月启动销售，首开去化率 35%，续销周期 12 个月；土地款按 T0、T12 两期支付。项目累计现金流首次转正时间延长至 34 个月，财务费用约 1.25 亿元，净利率降至 3.5%，IRR 降至 6.0%，ROE 降至 2.6%。

4）配套政策支持可一定程度缓解压力

新规预售：在配套政策支持情景下，纳入审批流程缩短 3 个月、土地款分期优化，土地尾款支付节点调整至 T12。项目累计现金流首次转正时间缩短至 23 个月，财务费用降至约 0.92 亿元，净利率回升至 5.0%，IRR 升至 9.9%，ROE 升至 5.0%。

新规现房：在配套政策支持情景下，审批流程缩短 3 个月，销售节点提前至第 24 个月，土地尾款支付节点调整至 T24。项目累计现金流首次转正时间缩短至 31 个月，财务费用降至约 0.84 亿元，净利率回升至 5.3%，IRR 升至 9.0%，ROE 升至 6.4%。配套政策能够缓解前期资金压力，但项目收益率仍低于旧规预售模式。

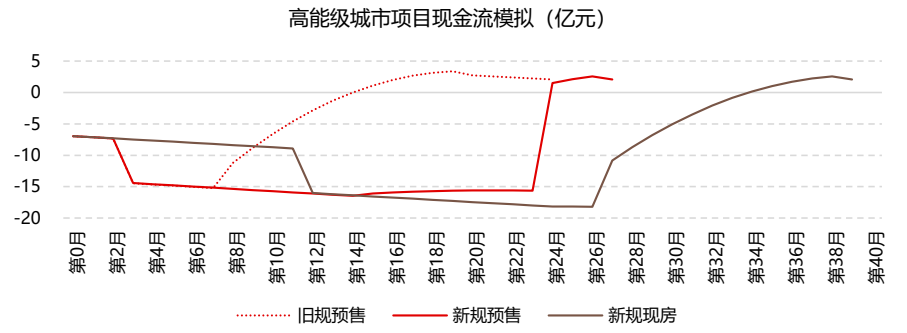
新规背景下地价大概率下调，核心区域新房有趋涨动力，房企稳态净利率有望提升，且政策端给予更多融资支持引致适度加杠杆，周转率下降对 ROE 的拖累可进一步缓解，乐观情境下新规压力可大体消化。

图 1：高能级城市项目净现金流模拟

指标	旧规预售	新规预售	新规预售-配套政策支持	新规现房	新规现房-配套政策支持
销售回款（不含税，亿元）	22.94	22.94	22.94	22.94	22.94
财务费用（亿元）	0.46	1.26	0.92	1.25	0.84
利润总额（亿元）	2.30	1.50	1.83	1.50	1.91
净利润（亿元）	1.61	0.81	1.15	0.81	1.23
毛利率	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%
净利率	**7.0%**	**3.5%**	**5.0%**	**3.5%**	**5.3%**
项目IRR	**18.6%**	**6.9%**	**9.9%**	**6.0%**	**9.0%**
项目年化ROE（时间加权）	**12.4%**	**2.5%**	**5.0%**	**2.6%**	**6.4%**
累计项目净现金流首次转正时间（月）	**14**	**24**	**23**	**34**	**31**

资料来源：长江证券研究所测算

图 2：高能级城市项目累计净现金流走势



资料来源：长江证券研究所测算

敏感性分析：货地比越低、原预售条件越宽松，边际影响越大

以高能级城市货地比 1.8 倍、旧规预售按建设周期 1/3 开始销售为基准，采用单因素分析，其他假设保持不变。

1） 货地比越低，项目承压越明显

货地比降至 1.6 倍时，新规预售、新规预售配套、新规现房和现房配套的净利率分别约为-2.7%、-1.1%、-2.8%和-0.8%；升至 2.0 倍后，净利率分别提高至 8.5%、9.9%、8.6%和 10.2%，高货地比项目的利润和 ROE 相对承压程度明显减轻。以 1.8 倍基准看，旧规预售净利率 7.0%、IRR18.6%、ROE12.4%，新规预售分别降至 3.5%、6.9%和 2.5%，现房分别为 3.5%、6.0%和 2.6%。不过，货地比提高并不会消除销售延后造成的现金流缺口，IRR 仍会受到时间因素压制。

2） 原预售条件越宽松，新规带来的边际冲击越大

旧规正负零销售时，现金流 12 个月转正，净利率 7.4%、IRR25.8%、ROE16.5%；按 1/3 销售时，分别为 14 个月、7.0%、18.6%和 12.4%；推迟至封顶销售后，降至 23 个月、5.5%、9.3%和 5.6%。新规预售现金流转正约 24 个月，现房约 34 个月，因此旧规预售条件越宽松，与新规之间的资金时差越大。

综合来看，货地比越低，利润缓冲越薄，越容易出现净利率和 ROE 明显下滑；原预售条件越宽松，切换新规后的边际影响越大。

图 3：货地比和预售条件敏感性分析

一、货地比单因素（固定旧规预售1/3，观察不同货地比项目的相对影响）

现金流回正时间（月）

货地比	旧规预售	新规预售	新规预售-配套政策支持	新规现房	新规现房-配套政策支持
1.6x	16	25	25	37	33
1.7x	15	24	23	35	32
1.8x	14	24	23	34	31
1.9x	14	24	22	34	31
2.0x	13	24	21	33	30

净利率

货地比	旧规预售	新规预售	新规预售-配套政策支持	新规现房	新规现房-配套政策支持
1.6x	0.9%	-2.7%	-1.1%	-2.8%	-0.8%
1.7x	4.2%	0.6%	2.1%	0.6%	2.5%
1.8x	7.0%	3.5%	5.0%	3.5%	5.3%
1.9x	9.8%	6.2%	7.6%	6.2%	7.9%
2.0x	11.8%	8.5%	9.9%	8.6%	10.2%

IRR

货地比	旧规预售	新规预售	新规预售-配套政策支持	新规现房	新规现房-配套政策支持
1.6x	5.9%	2.3%	3.3%	2.0%	3.1%
1.7x	12.2%	4.7%	6.6%	4.0%	6.1%
1.8x	18.6%	6.9%	9.9%	6.0%	9.0%
1.9x	25.2%	9.1%	13.1%	7.9%	11.8%
2.0x	32.0%	11.3%	16.2%	9.7%	14.6%

ROE

货地比	旧规预售	新规预售	新规预售-配套政策支持	新规现房	新规现房-配套政策支持
1.6x	1.4%	-1.7%	-0.9%	-1.8%	-0.8%
1.7x	6.7%	0.4%	2.0%	0.4%	2.7%
1.8x	12.4%	2.5%	5.0%	2.6%	6.4%
1.9x	18.2%	4.6%	7.9%	4.9%	10.1%
2.0x	24.2%	6.6%	10.8%	7.2%	13.8%

二、预售条件单因素（固定货地比1.8x，观察不同销售节点的相对影响）

现金流回正时间（月）

预售条件	旧规预售	新规预售	新规预售-配套政策支持	新规现房	新规现房-配套政策支持
正负零（6月）	12	24	23	34	31
1/3（8月）	14	24	23	34	31
2/3（12月）	19	24	23	34	31
封顶（15月）	23	24	23	34	31

净利率

预售条件	旧规预售	新规预售	新规预售-配套政策支持	新规现房	新规现房-配套政策支持
正负零（6月）	7.4%	3.5%	5.0%	3.5%	5.3%
1/3（8月）	7.0%	3.5%	5.0%	3.5%	5.3%
2/3（12月）	6.1%	3.5%	5.0%	3.5%	5.3%
封顶（15月）	5.5%	3.5%	5.0%	3.5%	5.3%

IRR

预售条件	旧规预售	新规预售	新规预售-配套政策支持	新规现房	新规现房-配套政策支持
正负零（6月）	25.8%	6.9%	9.9%	6.0%	9.0%
1/3（8月）	18.6%	6.9%	9.9%	6.0%	9.0%
2/3（12月）	11.9%	6.9%	9.9%	6.0%	9.0%
封顶（15月）	9.3%	6.9%	9.9%	6.0%	9.0%

ROE

预售条件	旧规预售	新规预售	新规预售-配套政策支持	新规现房	新规现房-配套政策支持
正负零（6月）	16.5%	2.5%	5.0%	2.6%	6.4%
1/3（8月）	12.4%	2.5%	5.0%	2.6%	6.4%
2/3（12月）	7.7%	2.5%	5.0%	2.6%	6.4%
封顶（15月）	5.6%	2.5%	5.0%	2.6%	6.4%

资料来源：长江证券研究所测算

现房销售的试点经验和新制度的影响

近年来，现房销售的试点不绝于耳，如河南信阳、湖北荆门已在核心城区推广现房销售，广州南沙最近一宗现房销售试点已成功出让，而较早且较大规模推行现房销售的当属海南。海南全省于 2020 年 3 月首推“现房销售”，至今已逾六年，是观察现房销售影响的一个参照系，得益于库存充足和市场上行，现房制度对海南市场的影响相对可控；微观层面，执行现房销售使得开盘周期延长一年甚至以上，明显降低资金周转效率，但通过地价让利和其他配套支持，项目在利润率层面获得补偿。短期来看，新制度对开发项目资金周转的拖累主要体现在两个方面，其中“主体结构封顶方可预售”单一要求的影响可能相对可控，对于一栋近百米的普通高层住宅，假设原方案出正负零即可预售，采用新制度后的预售节点可能滞后半年左右；但“竣备后方可发放贷款”这一要求的影响可能较大，原制度下预售和放款节奏相对宽松的城市，叠加后的预售资金回笼时间可能延长一年半甚至两年以上，这将对开发商的资金周转效率产生较大影响，进而对利润水平形成侵蚀。长期来看，现房销售或是未来大势所趋，过渡阶段不排除各地方政府或出台相关应对策略，以缓释新政策对开发商资金周转的影响，从而提高项目的利润水平，对冲周转效率下降造成的 ROE 拖累。

图 4：我国现房销售主要城市案例（截至 2026 年 8 月）

城市或地区	范围	执行情况
海南全省	较大范围执行	2020年3月起，原则上要求新出让土地建设的商品住宅实行现房销售，覆盖海口、三亚、儋州等全部市县，是全国首个省级推行地区；此后对部分城市更新项目等设置了例外
雄安新区	全面取消商品房预售	2023年取消商品住房预售，实行现房销售、精装交付和“交房即交证”
信阳中心城区	新出让土地强制执行	2025年7月正式规定，新出让土地项目须将现房销售写入规划条件和土地出让合同，试行期两年
荆门	由试点转向较大范围执行	2023年在东宝区、掇刀区、漳河新区试点；首批项目已实际开盘销售。自2026年1月起，新出让土地开发的商品房原则上实行现房销售
郑州	正式专项试点	2023年明确在郑东新区、惠济区各推进一个现房销售试点项目
开封	正式专项试点	2023年出台《商品房现房销售试点工作实施方案》，提出逐步提高现房销售比重
乌鲁木齐	鼓励引导型试点	2024年出台专项实施方案，鼓励房企采用现售模式，目标是分步推广
烟台	已有项目落地	2025年已发布现房销售试点项目，官方披露现房销售比例由2021年的17.95%提高到28.32%
广州	项目试点	2026年市级提出适时选取地块试行现售；南沙2026NJY-3实行现房销售承诺制并配套土地款两年分期

资料来源：各地政府网站，长江证券研究所

海南执行现房销售的案例

海南 2018 年 4 月实施“全域限购”，2020 年 3 月首推“现房销售”。海南房地产市场在 2010 年后经历高速发展，政府表态要遏制投机炒房，回归住房民生和居住属性；2017 年起，海南密集出台各类房地产调控措施，2018 年 4 月实施“全域限购”，此后仍持续加码调控。上行周期高周转模式引发的质量投诉、合同纠纷、交付风险等诸多问题加速暴露，为从根本上杜绝预售制度带来的系列问题，2020 年 3 月海南全省首推“现房销售”并执行至今。

宏观层面，现房制度对海南市场的影响相对可控，但对全局的影响无法类比。海南房地产市场于 2017 年规模见顶，实行全域限购后迅速回落，2019 年销售面积较高点下滑 67%，土地成交也持续缩量。市场上行周期取证未售库存持续处于低位，但开工未售库存和包括土地在内的广义库存相对充足，2020 年实行现房销售后短期供给冲击相对可控，对销售的影响不至于过大，当年住宅销售面积同比为-13%，新开工面积同比为-18%；而次年市场则有所修复，2021 年商品住宅销售面积/新开工面积同比分别为+7%/+20%。海南的经验有一定参考性，但不可简单类比，主因库存和市场背景不同。

微观层面，执行现房销售使得海南项目的开盘周期延长一年甚至以上，但部分项目因地价相对优惠，利润空间较为丰厚。重点房企参与海南市场以海口、三亚为主，正常预售制度下形象进度一般达到正负零或主体结构 1/3、2/3 等节点即可取预售证，周期通常在半年左右或稍有延长，而海南执行现房销售后，项目名义开盘周期拉长至一年半或两年左右，相比预售制度延后一年甚至以上，首开后视项目销售和施工进度通常一年以内即可交房，显著降低开发商的资金周转效率，但交付的确定性相应提高，对购房者形成利好。通常而言，现房销售使得回正周期明显拉长，IRR 大打折扣，净利率因财务成本的增加而承压，复合影响下 ROE 的压力更大。海南案例并不具有普适意义，原因在于部分项目地价让利，房地价差较为丰厚，即使是封顶摇号项目也有明显超过其他城市的利润水平，房企接受较低 IRR 的前提是项目能够获取超额利润回报；三亚的情况相对宽松，项目普遍容积率较低，实行现房销售对周转的拖累也相对有限。

新制度对项目资金周转的影响

短期来看，新制度对开发项目资金周转的拖累主要体现在两个方面，一是商品住房项目实行预售的，需完成主体结构封顶；二是现房销售的新房，个人住房贷款在销售备案后发放，预售的新房个贷严格在项目竣工备案后发放。从当前重点开发商布局的主要城市达到预售条件的形象进度要求来看，相对宽松的大多在建筑物出正负零地面后可进行预售，相对严苛的如达到主体结构总层数的 1/2 或 1/3 方可预售，洋房等 10F 以下的业态可能要求封顶预售，因此**“主体结构封顶方可预售”单一要求的影响可能相对可控**，对于一栋近百米的普通高层住宅，假设原方案出正负零即可预售，采用新制度后的预售节点可能滞后半年左右。**但“竣备后方可发放贷款”这一要求的影响可能较大**，按照当前主要城市按揭贷款发放节奏的要求，相对严格的可能在主体封顶后放款，更多城市可能在网签备案后不久即可放款，而竣备放款的时间节点则将形成明显拖累，即使是毛坯竣备的普通高层住宅，可能也要比主体封顶的时间滞后一年以上，原制度下预售和放款节奏相对宽松的城市，叠加后的预售资金回笼时间可能延长一年半甚至两年以上，这将对开发商的资金周转效率产生较大影响，进而对利润水平形成侵蚀。

长期来看，现房销售或是未来大势所趋，若参考中国香港或是海外发达国家经验，真正意义上的现房销售可能对资金的占压周期更久；过渡阶段，不排除各地方政府或出台相关应对策略，以缓释新政策对开发商资金周转的影响，进而促进土地投资和弥补财政收入，如采用地价分期支付、调整起拍地价、供应更多低密地块等措施，一定程度上可提高项目的利润水平，对冲周转效率下降造成的 ROE 拖累。



风险提示

1、新房供需关系改善不及预期：新规后房企拿地将更为谨慎，供给端有望收缩，但新房需求可能同步收缩（短期继续观望或分流至二手房市场），新房市场供需仍存压力。

2、配套支持政策不及预期：新规下房企净利率、IRR 和 ROE 都将受到一定影响，配套支持政策可缓解部分压力，土地环节的补偿政策尤为重要，若后续实际执行情况不及预期，房企现金流压力预计较大。

3、测算结果与实际情况存在差异：本文项目分析基于高能级城市典型项目（高房价、低货地比、预售条件相对严格），并在此基础上进行敏感性分析，可以大致判断新规带来的影响，但各城市预售条件并不一致，各地块具体情况也不一样，测算模型及敏感性分析难以覆盖所有情景，测算结果与实际情况或存在差异。

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	看　　好：	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
	中　　性：	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
	看　　淡：	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	买　　入：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
	增　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%之间
	中　　性：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
	减　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海
Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C /（200080）

武汉
Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C /（430023）

北京
Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C /（100020）

深圳
Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C /（518048）

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。