仅供内部参考，请勿外传！



华泰证券 HUATAI SECURITIES

# 保函置换：过渡期的流动性缓冲机制

华泰研究

2026 年 9 月 26 日 | 中国内地 专题研究

本篇从预售资金监管制度下的银行保函置换这一流动性工具切入，系统梳理 2022 年以来保函置换制度，以及 828 新政后保函在房企建设期合规资金弹性中的定位变化，并对保函置换的价值给出定量测算。我们认为在销售制度切换的过渡期，银行保函是建设期主要的合规资金弹性：828 新政将按揭发放后移至竣工备案，建设期项目的合规资金弹性或将收窄为监管额度内的保函置换，保函的重要性系统性上升；而信用资质定价下，银行出函意愿的差别或将进一步拉大企业间现金流的分化。测算显示，保函置换将提升项目 IRR 水平，尤其可改善项目自预售启动至工程高峰期间的现金流。整体而言，信用资质优越、推盘去化能力强、存量土储充沛的房企更容易受益。

## 银行保函置换：预售资金监管制度下的流动性缓冲机制

银保监办发〔2022〕104 号文确立了全国统一的预售资金保函置换规则，通过资质准入、额度管控、用途约束三重保险机制，在支持房企盘活存量监管资金的同时，系统性守住项目竣工交付的资金安全底线。整体而言，保函置换是以银行信用补充项目交付保障，改善的是项目层面流动性，同时是与工程拨付节奏联动的动态额度，实际可用周期集中在取得置换与工程大规模拨付之间。地方规则进一步确定信用资质定价可用空间：大部分地区监管额度采用成本法核定，整体约为建安成本加成 10%-30%，某些城市的加成比例与房企信用相关，信用越优质的房企，重点监管额度更低。

## 828 新政：双重变化提升保函置换重要性

变化一，现金回流周期拉长，保函价值提升：新政将按揭发放后移至竣工备案、并明确预售资金监管账户与开发贷账户的归集关系，建设期项目的合规资金弹性，或将收窄为监管额度内的保函置换；对信用资质较弱的企业，银行出函意愿相对谨慎，企业间现金流的分化或将进一步拉大。变化二，出函银行集中化：保函业务存在向主办银行集中的制度动因，银行体内整合开发贷、保函与按揭的一体化授信方案有望增多，能以开发贷、按揭派生的综合收益作为对价的企业，也有机会协商到更低的保证金比例。

## 价值测算：IRR 可提振约 1pct，预售启动期净现金流显著提升

新政后，保函置换主要影响新预售项目的现金流。在不考虑保函的情况下，样本项目新预售的股东 IRR 为 8.2%；假设年化保函费 1%、保证金比例 15%、可置换上限为 100%，股东 IRR 可提升至 9.1%，即改善 0.9pct，其中开启预售当季度，净现金流入可提升 41%；若可置换比例上限为 30%，股东 IRR 提升幅度仅为 0.4-0.5pct。相对而言，保证金比例从 20%降至 5%，对股东 IRR 的提升效应约 0.1-0.2pct。在 100%置换比例、5%保证金比例的假设下，叠加地价分期支付以及工期缩短，如果房价上涨 2.5%或地价下跌 2.5%，新预售下的股东 IRR 可基本恢复至原来的水平。

## 投资结论

销售制度改革重构房企商业模式，我们建议在充分调整后把握结构性投资机会。基于保函置换空间带来的差异化，重点推荐：1）信用资质优越、产品力突出、去化能力更强的房企：华润置地、中国海外发展、建发国际集团、建发股份、滨江集团、中国海外宏洋、招商蛇口、中国金茂、绿城中国、越秀地产、城投控股；2）存量土储充沛、信用资质较佳的房企：龙湖集团、新城控股。

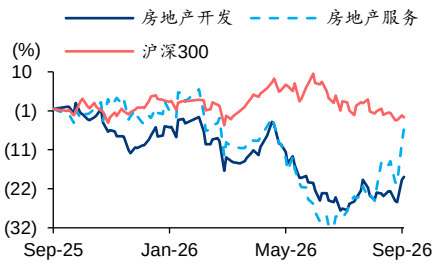
风险提示：测算与实际存在偏差，地产政策波动的风险，地产量价复苏不及预期的风险，部分房企面临经营风险。

| | |
|---|---|
| 房地产开发 | 增持（维持） |
| 房地产服务 | 增持（维持） |

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

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

### 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 | 10.50 | 买入 |
| 越秀地产 | 123 HK | 5.63 | 买入 |
| 建发国际集团 | 1908 HK | 20.90 | 买入 |
| 绿城中国 | 3900 HK | 9.75 | 买入 |
| 中国金茂 | 817 HK | 1.92 | 买入 |
| 新城控股 | 601155 CH | 19.91 | 买入 |
| 中国海外发展 | 688 HK | 18.54 | 买入 |
| 城投控股 | 600649 CH | 5.83 | 买入 |
| 招商蛇口 | 001979 CH | 10.30 | 买入 |
| 滨江集团 | 002244 CH | 11.64 | 买入 |
| 建发股份 | 600153 CH | 11.79 | 买入 |
| 华润置地 | 1109 HK | 37.92 | 买入 |
| 中国海外宏洋集团 | 81 HK | 3.11 | 买入 |

资料来源：华泰研究预测

仅供内部参考，请勿外传！



我们在《销售制度改革重构商业模式》(26.8.30)和《量化测算住房销售制度改革对房企及行业的影响》(26.9.13)中系统性分析了本轮商品住房销售制度改革的历史脉络、重点内容和潜在影响，并基于微观视角对政策影响展开了量化测算。随着各地开始进入相关细则发布的试点，我们认为在销售制度切换的过渡期，预售资金监管制度中银行保函发挥的作用较为关键。

## 银行保函置换制度由何而来？

### 银行保函置换：预售资金监管制度下的流动性缓冲机制

伴随着 2022 年预售资金监管制度进入规范化，银行保函置换成为一项重要的流动性缓冲机制。为了提升“保交楼”的安全性，2022 年住建部、央行、银保监会联合印发的《关于规范商品房预售资金监管的意见》，在全国层面统一预售资金监管基本框架，地方政府及住建部门据此出台本地实施细则，核心要求是商品房预售所得款项必须用于有关工程建设。

预售资金监管制度下，预售款资金实行专户专存，一个预售许可对应一个预售资金监管专用账户，房企不得使用非监管账户收取购房款预售资金。资金分为两部分：重点监管资金以及一般监管资金，前者是为保障竣工交付底线，后者即为超出重点监管额度部分。重点监管资金受严格进度管控，一般监管资金支取条件相对宽松。

银行保函置换则是针对重点监管资金的相关制度。2022 年，银保监会发布了《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》(银保监办发〔2022〕104 号)：在预售资金全额进入监管账户的前提下，由合格商业银行以信用承诺替代部分现金监管。业务落地的实操约束，同时受地方细则、住建、房企和银行三方监管协议以及银行出具的保函文本共同约束。

**图表1：预售资金监管与银行保函制度演变**

| 时间 | 政策或实践 | 主要内容 |
|---|---|---|
| 2022 年 1 月 11 日 | 法〔2022〕12 号（最高法、住建部、人民银行）规范人民法院保全执行措施 | 冻结监管账户须及时通知住建主管部门；首次登记前对监管额度内款项不得采取扣划措施（该项目工程进度款、材料款、设备款等债权案件除外）；冻结后经住建主管部门审核同意的工程款仍应及时支付 |
| 2022 年 1 月 26 日 | 建房〔2022〕16 号统一预售资金监管基本原则 | 全额入账、专户专存、额度监管、工程用途、政银数据共享 |
| 2022 年 11 月 12 日 | 银保监办发〔2022〕104 号建立保函置换机制 | 明确 30%置换上限与 70%留存底线、出函银行资格、保函额度全额计入统一授信、垫付和追偿责任、置换资金用途限制 |
| 2023 年 | 多地修订实施细则 | 成本法核定、信用分级、见索即付保函、节点拨付和线上监管逐步落地 |
| 2024 年 1 月 5 日 | 建房〔2024〕2 号建立城市房地产融资协调机制 | 以项目为载体提出"可以给予融资支持的房地产项目名单"（市场通称"白名单"）；对暂时困难但资金基本平衡的项目不盲目抽贷、断贷、压贷 |
| 2024 至 2025 年 | "白名单"扩围增效和保交房攻坚 | 开发贷、预售资金和建设进度进一步联动，形成融资闭环 |
| 2026 年 8 月 28 日 | 建房规〔2026〕3 号完善商品住房销售制度 | 封顶预售；购房资金全额入监管账户；竣工验收且水电气热等配套具备交付条件后解除监管。正文不再出现"监管额度"与进度拨付，104 号文 30%上限在新规项目上失去计算基数 |
| 2026 年 8 月 28 日 | 银发〔2026〕171 号、金规〔2026〕4 号 | 主办银行制；预售资金监管账户与定金账户应按规定在主办银行开立，出函银行向主办银行集中 |

资料来源：中国政府网、住房和城乡建设部、最高人民法院公报、国家金融监督管理总局、中国人民银行官网，华泰研究

### 使用边界：资质、额度及用途三重保险

银保监办发〔2022〕104 号文确立了全国统一的预售资金保函置换规则，通过资质准入、额度管控、用途约束三重保险机制，在支持房企盘活存量监管资金的同时，系统性守住项目竣工交付的资金安全底线。

1. **资质准入：对置换双向主体设置前置门槛，从源头筛选合格参与方。**房企端，仅限经营稳健、财务状况良好的优质房地产企业申请，且监管账户资金需足额达到竣工交付核定监管额度。出函机构端，监管评级 4 级及以下或资产规模低于 5000 亿元的商业银行不得开展该项业务；禁止银行向其主要股东、控股股东及关联方所属房企出具保函；企业集团财务公司等非银行金融机构不得作为出函主体。

仅供内部参考，请勿外传！



2. **额度管控：通过三层量化机制锁定风险敞口，保障交付资金厚度。**静态比例层面，保函累计置换金额不得超过重点监管额度的 30%，置换后监管账户现金形式的重点监管资金留存比例不低于 70%。动态调平层面，监管额度内资金获批拨付时，监管账户开户行需在 3 个工作日内通知出函银行；房企按“拨付金额*置换比例”补足账户差额，未足额补足前保函额度不得相应调减。兜底垫付层面，若监管账户剩余资金不足以支付工程款项，出函银行须在保函限额内先行履约垫付，并向房地产企业及反担保人追偿。

3. **用途约束：明确资金刚性流向边界，锚定项目建设属性。**置换释放的资金优先用于本项目工程建设、偿还项目到期债务；严禁用于购置土地、新增对外投资、偿还股东借款等与本项目建设无关的支出。

**图表2：104 号文确立的存量项目保函置换规则**

| 维度 | 104 号文原文 |
|---|---|
| 房企要求 | 经营稳健、财务状况良好的优质房地产企业 |
| 出函银行要求 | 监管评级 4 级及以下或资产规模低于 5000 亿元的商业银行不得开展；不得向作为本银行主要股东、控股股东或关联方的房地产企业出具；企业集团财务公司等非银行金融机构不得出具 |
| 监管账户要求 | 监管账户内资金达到住房和城乡建设部门规定的监管额度后，房地产企业可向商业银行申请出具保函置换监管额度内资金 |
| 置换上限 | 保函置换金额不得超过监管账户中确保项目竣工交付所需的资金额度的 30%，置换后的监管资金不得低于监管账户中确保项目竣工交付所需的资金额度的 70% |
| 动态调减 | 监管额度内资金拨付使用时，预售资金监管账户开立行应在 3 个工作日内将相关信息通知出具保函的银行，房企补足差额（拨付资金×保函置换预售监管资金的比例），保函金额相应下调；如房地产企业未向监管账户内补足差额资金，保函金额不得调整 |
| 垫付追偿 | 如监管账户内剩余资金不足以支付项目工程款，出函银行应立即履约垫付，及时向房地产企业采取追索措施 |
| 置换资金用途 | 房地产企业要按规定使用保函置换的预售监管资金，优先用于项目工程建设、偿还项目到期债务等，不得用于购置土地、新增其他投资、偿还股东借款等。房地产企业要按约定承担监管账户内的资金补足义务，确保项目建设资金充足 |

资料来源：银保监办发〔2022〕104 号，华泰研究

**整体而言，保函置换是以银行信用补充项目交付保障，改善的是项目层面流动性，同时是与工程拨付节奏联动的动态额度**——工程进度越快、拨付越多，需补足的现金越多。因此保函释放的 30%额度，实际可用周期集中在取得置换与工程大规模拨付之间，资金规划必须匹配这一窗口。

### 置换空间：以重点监管额度的 30%为上限，预售制下销售启动至工程高峰期间更具效用

成本端由三部分构成：1）年化保函费，由银行市场化报价；2）保证金或反担保的占用成本；3）统一授信占用对其他融资的挤出，文件明确“保函额度全额计入对房地产企业及其所属集团的统一授信额度”。

收益端则是一次性释放的确定性：与股权融资、资产处置等替代方案相比，保函不稀释控制权、不动用资产表内腾挪，属于纯信用工具，这也解释了为何在信用分层的环境下，优质主体与优质项目对它的需求系统性上升。

地方规则进一步确定信用资质定价可用空间。保函置换以重点监管额度为基数，比例上限为 30%。根据各地规则，重点监管额度基本都采用成本法衡量，并随工程进度逐步下调。信用越优质的房企，重点监管额度更低，按照银行保函额度的测算方式，置换额度相对更低，但留存监管额度也更低，同时信用本身也是能否使用银行保函置换的条件之一。

大部分地区监管额度采用成本法核定，整体约为建安成本加成 10%-30%，建安成本往往会参考标准，某些城市的加成比例与房企信用相关。

仅供内部参考，请勿外传！



以武汉为例，其重点监管额度计算方式为：监管标准*建筑面积*信用系数，监管标准方面，住宅标准为 9 层及以下/9-33 层/33 层以上分别为 3500/4700/5400 元/平。据此测算：一个 10 万平、9-33 层的项目，信用系数取 1.0 时监管额度约 4.7 亿元、理论最高置换约 1.4 亿元。考虑到监管会依据工程进度逐步拨付（如武汉分 7 步拨付），保函置换发挥效用最大的时间段是开启预售至工程高峰期区间。仍以这一武汉项目为例，项目主体达 1/3 即可首次拨付，我们假设此时的建安成本需投入 20%，则重点监管资金总额为 3.76 亿，若项目此时开启预售（依据武汉预售制下规则，15 层以上住宅项目主体 1/3 可开启预售），则销售回款达 3.76 亿，优质房企即可申请银行保函置换 1.13 亿，即保留监管资金 2.63 亿元即可。

考虑到保函成本即保证金和保函费，我们假设保证金比例为 15%，保函费为 1%，则流动性增量约为 0.95 亿。而随着工期的推动，可从监管账户持续拨付资金，则重点监管资金下降，即意味着保函置换资金体量等比例下降，换言之，拨付资金的 30%需由保函置换出的资金补足，保函置换金额随着监管资金规模的下降而下降。

**图表3：个别城市预售资金监管账户重点监管额度要求**

| 城市 | 监管依据文件 | 核算方式 | 监管额度具体标准（元/㎡或留存比例） | 信用系数/差异化 | 拨付节点 |
|---|---|---|---|---|---|
| 武汉 | 武汉市住建局《新建商品房预售资金监管实施细则》2023.7 | 成本法 | 住宅≤9 层 3500/9-33 层 4700/>33 层 5400；全装修按核算报告 | 监管额度=标准×建面×信用系数 | 按工程节点 |
| 广州 | 市政府令 106 号(2014)，令 199 号(2023 修订，现行) | 比例法（按累计核准使用预售款留存） | 主体结构未封顶、排栅未拆除前 10%→内外装修/设备安装阶段 5%→取得规划验收合格证/竣工备案 3% | 纳入信用档案，未与比例系数挂钩 | 3 节点：封顶/排栅未拆→装修/设备安装→规划验收/竣工备案 |
| 常熟 | 常熟市新建商品房预售资金监管办法（2023.9，仅适用常熟市域） | 混合：住宅成本法+非住宅比例法 | 住宅 4000 元/㎡×预售证面积；非住宅按网签备案总价 30% | - | 超监管额度部分可提取 |
| 东莞 | 东建房〔2022〕21 号（2022.11，有效期至 2027.11） | - | - | 诚信联盟成员企业享预售资金使用"扶优"政策（东莞市住建局办事指南） | 主体结构分部验收后预留 40%→终止安监 20%→质监报告 10%→竣工备案 5%（东莞市住建局办事指南） |
| 宁波 | 甬建发〔2019〕108 号《宁波市商品房预售资金监管实施细则（试行）》；造价标准经 2022 年 75 号文及 2024.11 通知调整 | 成本法（动态，剩余工程造价×130%） | 建安综合造价不得低于市住建部门公布的标准（具体数字官网未公开） | - | 重点监管资金动态核定（剩余工程造价×130%+土地抵押贷款本息），按监理进度证明支付，无固定节点（《宁波市人民政府公报》2020 年第 5 期） |
| 青岛 | 青岛市商品房预售资金监管办法（青建规字〔2023〕2 号，2024.1.1 施行） | 成本法（按楼层/业态固定分档） | 住宅 6 层以下 2800/7-12 层 3400/13 层以上 4100；非住宅 4500；全装修+1000 元/㎡ | AAA 级企业各节点留存降 5pct、AA 级降 3pct | 4 节点：总层数一半 60%→封顶 30%→单体竣工 15%→首次登记解除 |
| 成都 | 成办规〔2025〕5 号（2025.7.1 施行） | 混合法（比例与建安取高） | 清水=挂牌价 15%与平均建安费用取高（正负零项目 25%与建安取高）；2023 建安：清水住宅 3500、成品住宅 5000 含装修 1500、商办 3500 元/㎡ | 额度与信用等级挂钩 | 新办法由监管方案约定 |
| 长沙 | 长政办发〔2022〕38 号（2022.8.8 公布施行） | 比例法 | 重点监管额度=预售资金总额 20%；主体验收后≥10%；竣工备案后全额解除 | 未设信用系数（违规记信用） | 主体验收降至 10%→竣工备案解除 |
| 郑州 | 郑政〔2022〕22 号（2022.10.1 施行，至 2027.9.30） | 成本法（按建设造价/交付/信用综合确定） | 新版无统一计算公式（按工程造价等综合确定）；旧版=工程资金总额×(1+20%)出自已废止的郑政〔2009〕276 号，本页未附原文 | 信用为综合确定因素 | 4 基础节点 25%/55%/95%/100%；高层可加 1/2、1/3、2/3 |
| 西安 | 《西安市商品房预售资金监督管理实施细则》（市建发〔2023〕212 号，2023.12.14 公布施行，有效期 5 年） | 混合法（按项目均价分档） | 均价<2 万→毛坯 3800/全装修 5500 元/㎡；均价≥2 万→毛坯 20%/全装修 30%；辖区可上浮≤20% | 按信用等级实施差别化核算标准 | 6 节点≤ 50%/65%/85%/95%/99%/100%；7 层以上加 1/3、2/3 |
| 重庆 | 渝建〔2018〕343 号《重庆市商品房预售资金首付款使用监管实施细则》及市住建委加强通知 | 比例法 | 首付款监管=预售总额 35% | - | 主体验收后余额调为已核定监管金额的 40%（全装修 30%）；竣工备案后调为预售总额 3% |
| 天津 | 津住建发〔2026〕7 号（2026.8.1 施行） | 成本法（监管资金标准由市住建委组织专业机构综合测定） | - | - | 5 节点≤ 40%/70%/94%/99%/100%；6-17 层加 1/2，18 层以上加 1/3、2/3 |

资料来源：各地政府住建局，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传！



## 新旧衔接下保函置换对优化现金流的价值

### 828 新政：双重变化提升保函置换重要性

828 新政的中央文件并无对预售资金监管额度、银行保函置换上限等事项单独作出规则约定，但我们认为整体而言，有双重变化加大保函置换这一工具的重要性。

**图表4：828 新政四份文件中与保函相关的条款及影响**

| 文件 | 关键条款 | 对保函业务的影响 |
| --- | --- | --- |
| 销售制度通知（住建部等三部门） | 单体建筑须完成主体结构封顶方可预售；首付款、按揭等购房资金全部存入监管账户；施行日前已取得规划许可的项目按原政策执行 | 存量项目 30%/70%框架延续；新规项目已无"监管额度"基数，30%上限失去计算依据，须由地方细则重建；新增项目保函适用窗口后移至封顶后；存量项目形成明确衔接期 |
| 银发〔2026〕171 号（央行、金监总局） | 开发贷实行主办银行制；预售项目贷款期限原则上不超过 3 年、最长不超过 5 年，现房项目原则上不超过 5 年、最长不超过 7 年；预售项目按揭严格在竣工备案后发放、现房项目在销售备案后发放 | 预售资金置换开发贷路径关闭，保函成为建设期主要合规资金弹性；保函与开发贷授信一体化 |
| 金规〔2026〕4 号（金监总局） | 项目资金由主办银行归集管理；预售资金监管账户与定金账户应按规定在主办银行开立 | 出函银行向主办银行集中；账户可见度提升，但 3 个工作日动态调减以"监管额度内资金拨付使用"为触发事件，新规项目竣工前不再拨付，该机制仅存续于存量项目 |
| 资本市场支持意见（证监会） | 融资评价从依赖主体信用转向基于项目情况 | 与保函"看项目不看所有制"的审查逻辑同向 |

资料来源：住房和城乡建设部、国家金融监督管理总局、中国人民银行官网，华泰研究

**变化一：现金回流周期拉长，保函价值提升**

新政将按揭发放后移至竣工备案、并明确预售资金监管账户与开发贷账户的归集关系，即建设期可回笼的资金仅为首付款，且在主办银行制下执行更为严格的资金封闭管理，这意味着建设期项目的合规资金弹性，或将收窄为监管额度内的保函置换。对信用资质良好、集团具有较强担保能力的企业，通过保函置换增加的现金流更具有价值；而对信用资质较弱的企业，银行出函意愿相对谨慎，企业间现金流的分化或将进一步拉大。

**变化二：出函银行集中化**

预售资金监管账户、定金账户与开发贷统一于主办银行后，该行对项目账户余额、拨付进度与授信敞口的掌握更为完整，项目层面出函决策的信息基础因此改善；跨行出函则需承担“拨付额*置换比例”动态补足条款带来的通知时效与账务核对成本。就此而言，保函业务存在向主办银行集中的制度动因，银行体内整合开发贷、保函与按揭的一体化授信方案有望增多。对企业而言，能以开发贷、按揭派生的综合收益作为对价，也有机会协商到更低的保证金比例。

双重变化的合力指向同一个方向：保函的供给端与需求端都在向项目本身收敛。供给端，主办银行基于项目现金流做授信决策的信息基础更为完整；需求端，房企在建设期对保函的依赖度系统性上升。

### 价值测算：IRR 可提振约 1pct，预售启动期净现金流显著提升

新政后，保函置换主要影响新预售项目的现金流。我们沿用报告《量化测算住房销售制度改革对房企及行业的影响》（2026.9.13）中的假设，一个总货值 50 亿（建安成本约 8 亿）的项目，在不考虑保函的情况下，新预售的股东 IRR 为 8.2%。

可置换上限比例和保证金比例是重要影响因子。假设年化保函费 1%，可置换比例上限为 30%，股东 IRR 提升幅度仅为 0.4-0.5pct，而可置换比例提升至 100%，股东 IRR 提升幅度达 0.9-1.0pct。相对而言，保证金比例从 20%降至 5%，对股东 IRR 的提升效应约 0.1-0.2pct。

由于新预售下按揭贷款回流时点延后至竣工后，因此保函置换对预售启动当期的现金流提升效应更强。在保证金比例 15%、可置换上限为 100%的假设下，股东 IRR 可提升至 9.1%，即改善 0.9pct。其中开启预售当季度，净现金流入可提升 41%。

仅供内部参考，请勿外传！



**参考我们在报告《量化测算住房销售制度改革对房企及行业的影响》（26.9.13）中的假设，如果考虑土地分期付款和竣工周期缩短，新预售模式下股东 IRR 能够从 8.2%回升至 14.0%，在此基础上，如果保函置换比例达 100%，在 5%的保证金比例下，股东 IRR 可进一步修复至 15.8%，如房价上涨 2.5%或地价下跌 2.5%，股东 IRR 即可恢复旧预售水平。**

**图表5：新预售下保函置换对股东 IRR 的影响**

| 股东 IRR | 可置换比例上限 | | | |
|---|---|---|---|---|
| 保证金比例 | 30% | 50% | 80% | 100% |
| 5% | 8.7% | 8.8% | 9.1% | 9.2% |
| 10% | 8.6% | 8.8% | 9.0% | 9.2% |
| 15% | 8.6% | 8.8% | 9.0% | 9.1% |
| 20% | 8.6% | 8.7% | 8.9% | 9.1% |

资料来源：华泰研究预测

**图表6：新预售下保函置换对股东 IRR 的影响（综合考虑土地分期付款、工期缩短和保函置换）**

| 股东 IRR | 房价涨幅 | | | |
|---|---|---|---|---|
| 地价跌幅 | 0% | 2.5% | 5% | 7.5% |
| 0 | 15.8% | 18.2% | 20.6% | 22.8% |
| 2.5% | 17.8% | 20.2% | 22.6% | 24.9% |
| 5% | 19.9% | 22.3% | 24.7% | 27.1% |
| 7.5% | 22.1% | 24.6% | 27.0% | 29.4% |

资料来源：华泰研究预测



仅供内部参考，请勿外传！



## 投资建议

从保函置换的视角，我们认为信用资质优越、推盘去化能力强的房企更容易受益：

1）**信用资质优越、资本组织能力突出的房企。**保函置换本身仅针对经营稳健、财务状况良好的优质房企，政策红利天然向信用优质企业集中。保证金比例以及保函费率也与此挂钩，进一步放大信用资质带来的企业方差，我们认为这更有利于央企以及银企关系良好的地方国企。

2）**产品力突出、去化能力更强的房企。**保函发挥效用的窗口集中在开启预售至工程高峰期间，推盘能力强的房企能够迅速形成销售回款，更快达成保函置换前置条件，也能够更大程度上发挥这一工具的作用。

3）**存量土储充沛、信用资质较佳的房企。**保函置换仅在预售制下可发挥作用，即可用范围主要是存量项目，如保函置换使用空间扩大，意味着存量土储充沛、同时具备信用资质的房企边际改善空间更明显。

整体而言，销售制度改革重构房企商业模式，我们建议在充分调整后把握结构性投资机会。基于保函置换空间带来的差异化，重点推荐：1）信用资质优越、产品力突出、去化能力更强的房企：华润置地、中国海外发展、建发国际集团、建发股份、滨江集团、中国海外宏洋、招商蛇口、中国金茂、绿城中国、越秀地产、城投控股；2）存量土储充沛、信用资质较佳的房企：龙湖集团、新城控股。

**图表7：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 | 5.33 | 10.50 | 37,829 | 0.15 | -0.72 | 0.03 | 0.21 | 31.61 | -6.37 | 150.32 | 21.36 |
| 越秀地产 | 123 HK | 买入 | 3.24 | 5.63 | 13,022 | 0.01 | 0.02 | 0.02 | 0.03 | 203.52 | 137.66 | 132.44 | 101.73 |
| 建发国际集团 | 1908 HK | 买入 | 12.06 | 20.90 | 27,930 | 1.42 | 1.30 | 1.45 | 1.70 | 7.31 | 7.97 | 7.17 | 6.11 |
| 绿城中国 | 3900 HK | 买入 | 5.86 | 9.75 | 14,882 | 0.03 | 0.02 | 0.02 | 0.08 | 180.40 | 242.70 | 211.75 | 59.44 |
| 中国金茂 | 817 HK | 买入 | 1.20 | 1.92 | 16,147 | 0.09 | 0.09 | 0.10 | 0.11 | 11.08 | 11.07 | 10.53 | 9.45 |
| 新城控股 | 601155 CH | 买入 | 12.56 | 19.91 | 28,331 | 0.30 | 0.34 | 0.39 | 0.49 | 41.66 | 36.84 | 32.49 | 25.86 |
| 中国海外发展 | 688 HK | 买入 | 12.42 | 18.54 | 135,935 | 1.16 | 1.07 | 1.07 | 1.11 | 9.22 | 10.01 | 9.99 | 9.66 |
| 城投控股 | 600649 CH | 买入 | 4.00 | 5.83 | 9,967 | 0.12 | 0.13 | 0.16 | 0.19 | 34.45 | 29.91 | 25.49 | 21.36 |
| 招商蛇口 | 001979 CH | 买入 | 7.18 | 10.30 | 64,735 | 0.11 | 0.09 | 0.10 | 0.11 | 63.23 | 79.35 | 73.21 | 64.23 |
| 滨江集团 | 002244 CH | 买入 | 8.32 | 11.64 | 25,887 | 0.68 | 0.71 | 0.74 | 0.79 | 12.23 | 11.68 | 11.30 | 10.58 |
| 建发股份 | 600153 CH | 买入 | 8.43 | 11.79 | 24,443 | -3.73 | 0.57 | 0.87 | 1.12 | -2.26 | 14.81 | 9.70 | 7.52 |
| 华润置地 | 1109 HK | 买入 | 28.64 | 37.92 | 204,230 | 3.56 | 3.02 | 3.10 | 3.31 | 6.91 | 8.17 | 7.95 | 7.45 |
| 中国海外宏洋集团 | 81 HK | 买入 | 2.78 | 3.11 | 9,877 | 0.09 | 0.10 | 0.12 | 0.16 | 27.90 | 24.25 | 20.06 | 15.39 |

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

**图表8：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 26H1 业绩：收入 398.0 亿元，同比-32.3%；归母净利 19.6 亿元，同比-39.0%；核心溢利 0.64 亿元。其中运营及服务业务收入 137.0 亿元（+3.2%），占总收入 34.4%（同比+9.4pct），覆盖利息倍数 5.39 倍，已成为公司利润主要贡献来源。开发业务受结算规模下降及存量项目毛利率承压影响，分部业绩亏损 41.1 亿元（1H25 亏损 11.8 亿元）。展望未来，公司开发业务仍处筑底期，但运营及服务业务稳健增长、债务结构持续优化，财务安全底线稳固，为穿越周期蓄势。维持“买入”评级。<br>考虑公司开发业务短期承压，销售制度改革下公司开发规模预计将进一步收缩，我们下调 2026-28 年开发业务营收及毛利率假设以及 26-27 年合联营投资收益，预计 EPS 为-0.72/0.03/0.21 元（前值 0.14/0.16/0.22 元，下调 605.70%/81.39% /3.22%）。公司 26E BPS 为 22.33 元，参考可比公司平均 26E PB 为 0.51x（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，我们认为公司合理 26E PB 估值 0.41x（因公司业绩波动较大，予以估值折价幅度 20%，前值 10%），对应目标价 10.50 港元（前值 12.94 港元，26E PB0.49x）。<br>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。<br>报告发布日期：2026 年 09 月 02 日<br>**点击下载全文：龙湖集团(960 HK,买入)：运营业务稳增积蓄转型势能** |

仅供内部参考，请勿外传！



| 股票名称 | 最新观点 |
| --- | --- |
| 越秀地产 (123 HK) | 公司公布 2026 年中期业绩：营业收入 366.5 亿元，同比-23.0%；归母净利润 0.9 亿元，同比-93.6%；公司归母净利下滑主要系营业收入下降、毛利率下降以及合联营投资收益下降共同导致。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。考虑到上半年公司少数股东损益占比较去年显著下降，我们预期 26 年全年少数股东损益还将进一步改善，推动 26 年归母净利修复。但由于现房销售政策推广或影响未售项目毛利率、销售规模增速以及融资成本，因此下调 27-28 年营收、毛利率假设、上调融资成本假设，预计 26-28 年归母净利分别为 0.81/0.85/1.10 亿元（前值 0.71/3.23/6.58 亿元，调整幅度+15.00%/-73.82%/-83.25%），对应 EPS 为 0.02、0.02、0.03 元。公司 26E BPS 为 13.49 元，参考可比公司平均 26PB 为 0.42x（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 0.36x（估值折价幅度 15%），对应目标价 5.63 港元（前值 5.73 港元，基于 0.38x 26PB），汇率 1 港元=0.86498 人民币。<br>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。<br>报告发布日期：2026 年 08 月 31 日<br>**点击下载全文：越秀地产(123 HK,买入)：结算规模和利润率双降导致业绩承压** |
| 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。<br>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。<br>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。<br>报告发布日期：2026 年 08 月 28 日<br>**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** |
| 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。<br>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）。<br>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。<br>报告发布日期：2026 年 08 月 27 日<br>**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** |
| 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。<br>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”。<br>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。<br>报告发布日期：2026 年 08 月 26 日<br>**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** |
| 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"。<br>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”。<br>风险提示：地产行业下行风险，现金流承压风险。<br>报告发布日期：2026 年 08 月 27 日<br>**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** |
| 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。<br>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）。<br>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。<br>报告发布日期：2026 年 08 月 27 日<br>**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** |

仅供内部参考，请勿外传！



| 股票名称 | 最新观点 |
| --- | --- |
| 城投控股 (600649 CH) | 城投控股 8 月 31 日发布半年报，2026H1 实现营收 28.41 亿元（yoy-52.1%），归母净利-0.52 亿元（yoy 由盈转亏），符合业绩预告预期。其中 Q2 单季营收 19.88 亿元（qoq+133.0%），归母净利约-0.59 亿元。利润转亏主因在于地产结算规模下降及股权类投资公允价值变动拖累，但毛利率延续改善、待结算资源充沛，我们预计全年利润有望转正并实现增长。公司在上海资源禀赋优势显著，维持"买入"。<br>我们基本维持 26-28 年归母净利为 3.33/3.91/4.67 亿元的盈利预测， EPS 为 0.13/0.16/0.19 元。可比公司 2026 年 Wind 一致预期 PB 均值为 0.68 倍，因公司期内回购股份完成注销导致股本变动，每股数据指标有小幅变化，26E BPS 为 8.54 元，我们认为公司作为上海城投平台，禀赋优势显著，强调分红以及回购，显示其积极的市值管理态度，予以 0.68 倍 26PB，目标价 5.83 元（前值 6.70 元，0.79 倍 26PB），维持"买入"。<br>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。<br>报告发布日期：2026 年 09 月 02 日<br>**点击下载全文：城投控股(600649 CH,买入)：静待结算提速修复盈利** |
| 招商蛇口 (001979 CH) | 公司 8 月 29 日发布 2026 年半年报，2026H1 实现营收 547.84 亿元（同比+6.41%），归母净利 5.28 亿元（同比-63.54%）。业绩符合预告预期（归母 5.0-6.5 亿元），利润下滑主要因结转毛利率同比下降及投资收益同比减少所致。销售额以及持有物业收入同比增长，财务稳健，持续看好公司行业变局中提升发展质量、抓住资源整合机遇的能力，多层次 REITs 体系拓展资产重定价空间，维持"买入"。<br>因公司销售逆势增长，我们小幅上调 26-27 年营收，但拿地谨慎，叠加地产销售制度改革短期内或将延缓公司拓储发力，我们下调 28 年营收，考虑到毛利率仍在磨底、行业资金周转效率或将下降，我们分别下调毛利率、上调财务成本，预计 26-28 年归母净利分别为 8.2/8.8/10.1 亿元（前值 13.1/17.0/22.1 亿元，分别下调-37.71%/-47.88%/-54.43%），可比公司 2026 年 Wind 一致预期 PB 均值为 0.71 倍，公司融资优势及储备禀赋优势显著，叠加多层次 REITs 架构有望为公司在行业步入新阶段后奠定相对优势，予以公司 2026 年 0.95 倍 PB（维持 33%溢价），对应 26EBPS 为 10.87 元，目标价 10.30 元，维持“买入”（前值 12.02 元，1.1x26EBPS）。<br>风险提示：行业政策风险，地产行业下行风险。<br>报告发布日期：2026 年 08 月 31 日<br>**点击下载全文：招商蛇口(001979 CH,买入)：业绩阶段性承压但经营底盘稳健** |
| 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。<br>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）。<br>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。<br>报告发布日期：2026 年 08 月 27 日<br>**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** |
| 建发股份 (600153 CH) | 建发股份发布中报，2026 年 H1 实现营收 3037.84 亿元（yoy-3.7%），归母净利 9.89 亿元（yoy+17.6%），扣非净利 10.77 亿元（yoy+59.52%）。其中 Q2 实现营收 1636.44 亿元（yoy-4.6%），归母净利 2.88 亿元（yoy+12.07%）。业绩改善主要受益于家居业务公允价值变动及减值损失大幅收窄，供应链业务毛利率回升、房地产结算毛利率改善亦有贡献，对比 2025 年全年归母净亏损 108.15 亿元，公司盈利已明显修复。长期视角下，我们看好公司融资优势、优质土储以及建发房产产品力优势的持续提升，叠加高股息属性，维持“买入”。<br>国企+双主业强化公司融资优势，期内成功发行 56 亿公开债，平均利率仅 1.89%。8 月再发行 30 亿 3 年期公司债，利率仅 2.15%-2.20%。25 年股息率（对应 8 月 31 日股价）达 8.5%。我们维持 2026-2028 年归母净利为 16.51/25.19/32.53 亿元，BPS 为 21.05/21.22/21.64 元的预测，可比公司对应 26 年 Wind 一致预期 PB 均值为 0.56 倍，预计 26EBPS 为 21.05 元，予以 0.56 倍 PB，目标价 11.79 元（前值 12.42 元，26PB0.59x），我们认为，随着红星美凯龙的扭亏为盈，公司利润步入快速修复通道，融资优势、产品力优势以及高股息属性强化公司的市场竞争力以及投资价值，维持“买入”。<br>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。<br>报告发布日期：2026 年 09 月 01 日<br>**点击下载全文：建发股份(600153 CH,买入)：盈利修复通道开启** |
| 华润置地 (1109 HK) | 公公司公布 26H1 业绩：综合营业额 678.7 亿元，同比-28.5%；归母净利 98.4 亿元，同比-17.2%；核心净利润 101.6 亿元，同比+1.6%。综合毛利率 25.4%（+1.4pct），经常性业务核心净利润 66.5 亿元（+10.4%），占比提升 5.3pct 至 65.5%，盈利结构持续优化。营收下滑主因本期地产开发结算规模减少，同时减值影响下结算毛利率下行。但经常性业务收入稳健提升，推动核心净利逆势正增长，展现出穿越周期的业绩韧性。中期股息每股 0.20 元，同比持平，持续兑现股东价值。维持"买入"评级。<br>考虑 26H1 开发结算规模以及毛利率下降，我们下调 2026-2028 年开发业务营收及毛利率预测，预计 2026-2028 年 EPS 为 3.02/3.10/3.31 元（前值 3.34/3.41/3.76 元）。公司 26E BPS 约 42.45 元，可比公司平均 26E PB 为 0.55 倍（Wind 一致预期），考虑到地产新格局下，持有运营业务更具溢价，公司强大的不动产经营能力和融资优势也将进一步转化为相对其他房企的竞争优势，我们认为合理 26E PB 为 0.77 倍（估值溢价 40%，上调 10pct），对应目标价 37.92 港元（前值 38.54 港元，0.79 倍 26EPB）。<br>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。<br>报告发布日期：2026 年 09 月 02 日<br>**点击下载全文：华润置地(1109 HK,买入)：经常性业务稳增构筑业绩压舱石** |

仅供内部参考，请勿外传！



| 股票名称 | 最新观点 |
| --- | --- |
| 中国海外宏洋集团 (81 HK) | 公司公布 26 年中报业绩：收入 141.45 亿元，同比-2.7%；归母净利润 3.28 亿元，同比+15.4%；毛利率同比+2.5pct 至 11.8%。结转结构优化推动毛利率修复，业绩重回增长轨道。我们认为随着 2022 年后获取的相对高毛利项目结转占比提升，公司盈利能力有望进一步改善，上调至“买入”。<br>我们上调公司 26-28 年归母净利润至 3.50/4.24/5.52 亿元（前值 2.89/3.04/3.48 亿元），对应 EPS 为 0.10/0.12/0.16 元。上调净利润原因主要因销售逆势增长势头以及结算结构优化下，结算收入以及毛利率高于我们此前预期。公司 26E BPS 为 8.95 元（前值 8.93 元），参考可比公司平均 26PB 为 0.30x（Wind 一致预期），我们认为公司合理 26PB 估值 0.30x（前值估值折价 10%，上调估值主要原因在于公司规模成长性以及合肥等重点布局城市的新兴产业发展赋能），汇率 1 港元=0.857 人民币，对应目标价 3.11 港元（前值 2.51 港元，基于 0.25x 26PB），公司盈利能力率先修复，销售规模逆势增长，城市深耕能力突出，上调至“买入”。<br>风险提示：二三线城市地产销售恢复弱于预期；盈利不及预期；外汇风险。<br>报告发布日期：2026 年 08 月 25 日<br>**点击下载全文：中国海外宏洋集团(81 HK,买入)：毛利率修复驱动业绩回升** |

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

## 风险提示

**测算与实际存在偏差：**我们基于模拟项目搭建了简化的季度现金流模型，利用该模型进行了诸多测算。但我们的模拟项目可能并不适用于所有房企，部分假设可能过度简化或有失偏颇，IRR 计算本身的稳健性较低，都可能导致最终测算结果出现误差。此外，本报告的测算仅基于当前政策文件内容，后续还可能根据各地细则进行调整。

**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，现房销售政策的地方执行细则尚未明确，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。

仅供内部参考，请勿外传！



## 附录：模拟项目的假设

我们假设一个高能级城市的模拟商品住宅开发项目，建立简化的季度现金流模型。重点假设如下：

**项目基础信息：**纯住宅项目，可售计容建面 10 万平，楼面价 3 万元/平，售价 5 万元/平，拿地总价 30 亿元，可售货值 50 亿元（地售比 60%）；
**成本端假设：**建安成本 8000 元/平、共 8 亿元，假设在施工阶段均匀支出；销管费用和其它税费 6%、共 3 亿元，假设在销售阶段根据销售进度支出；不考虑前融，开发贷额度假设为建安和销管税费的 100%，即 11 亿元，开发贷融资成本 3%，为简化模型，不考虑股东出资的融资成本；计算可得土地增值税 2.7 亿元，企业所得税 1.7 亿元，两者均假设在销售阶段根据销售进度支出；
**销售假设：**项目仅开盘一次，开盘后三个季度去化完毕，季度去化率分别为 70%/15%/15%；销售回款中，平均首付比例假设为 50%；
**预售资金监管假设：**分为重点监管账户和一般监管账户，其中一般监管账户房企可自由提取，重点监管账户额度假设为建安成本的 120%，主体结构封顶后可提取 60%，竣工后可提取剩余的 40%。

在旧预售、新预售、新现售三种模式下，模拟项目的重要节点假设如下：

**旧预售：**T 期拿地，T+1 期开工，T+2 期预售，T+4 期主体结构封顶，T+10 期竣工交付；按揭贷款在主体结构封顶后放款；开发贷在项目累计净现金流足以偿还的时候立即偿还；
**新预售：**T 期拿地，T+1 期开工，T+4 期主体结构封顶并开始预售，T+10 期竣工交付；按揭贷款在竣工交付后放款；开发贷在竣工交付后偿还；
**新现售：**T 期拿地，T+1 期开工，T+4 期主体结构封顶，T+10 期竣工交付并开始现售；按揭贷款跟随现售节奏同步放款；开发贷在竣工交付且项目累计净现金流足以偿还的时候偿还。

基于以上假设，我们可以测算出模拟项目在三种模式下的现金流表现和盈利能力指标，进而能够探讨销售制度改革对于典型住宅开发项目的影响。

需要注意的是，我们的模拟项目主要描绘的是一二线城市的典型情境，同时进行了适当简化。修改关于项目基础信息、成本端、销售节奏、预售资金监管、工程重要节点的任何假设，都可能对测算结果产生较大影响。尤其考虑到 IRR 的计算结果本身稳健性较低，更可能放大假设变化的影响。因此，我们提示测算结果仅供参考，在当前地方政策细则仍有诸多不确定性的背景下，各家房企（以及市场）可能也较难得出一个置信度较高的测算结果。

仅供内部参考，请勿外传！



# 免责声明

**分析师声明**

本人，刘璐、陈慎，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。

仅供内部参考，请勿外传！



**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。
- 滨江集团（002244 CH）、建发股份（600153 CH）、招商蛇口（001979 CH）、中国海外宏洋集团（81 HK）：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）、中国海外发展（688 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**

- 分析师刘璐、陈慎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。
- 滨江集团（002244 CH）、建发股份（600153 CH）、招商蛇口（001979 CH）、中国海外宏洋集团（81 HK）：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）、中国海外发展（688 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。

仅供内部参考，请勿外传！



**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