仅供内部参考，请勿外传！

房地产

大变局系列五：

房地产商业模式颠覆性重构，先破后立现房销售影响解析

8 月 28 日，住建部、央行、金融监管总局、证监会等多部委同步出台楼市一揽子房地产及配套融资政策。新政覆盖了住房销售制度、信贷体系、资本市场三个环节，形成了从拿地、开发、销售到融资的全链条闭环制度安排，预期将推动开发商商业模式、一二级土地开发节奏、资金运转模式的彻底变革。

影响判断：房地产行业商业模式将迎来彻底转变，短期偏利空，房企现金流面临大考。短线我们认为对开发商偏利空，压力传导逻辑链条包括：1、短期现金流承压；2、资金周转率下降，项目 IRR 和投资回报率承压；3、选地、选项目的慎重带来的土地成交短期萎缩以及库存盘的销售受阻带来的对市场产生次级伤害。中长期，对我国房地产市场的去资本化、减少系统性风险、增强开发商体质、提升地方政府城市发展的能力是有极大益处的，同时市场的供需格局会逐步改善，最终对房价形成支撑，最终活下来的开发商会在新模式下受益。

政策解析：1、新政下预售门槛大幅提高。封顶后预售制/现售制度相对应要较此前预售期推迟约 8-12 个月/2 年甚至更久。**2、新政下资金封闭监管加大项目资金回流总部难度，进而影响总部现金流入流出。**政策提出加强项目资金封闭监管，一是与项目相关的全部资金均纳入资金账户管理，竣工验收、具备交付条件后解除监管。二是要求金融机构将个贷拨付时点延后至竣工备案之后。意味着大批土地要等到竣工备案后才能销售和回款，即使部分项目能在主体封顶后预售，实际个贷拨付节点也或将比原模式延后 16 个月（取得土地约 2 年半后）甚至更久。

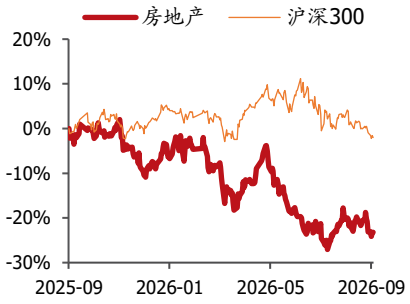
测算解析：1、首先直接冲击房企现金流：以上海模拟项目测算，累计现金流回正周期从封顶预售的 16 个月拉长至现房销售下的 40 个月，经营性现金流回血明显延后。2、盈利指标层面，上海、深圳、长沙各案例项目销售净利率小幅下行 1-3pct；IRR 降幅显著，其中高能级城市下滑 10-17pct，低能级城市下滑 36-50pct，低能级城市拿地相比一线的 IRR 优势基本消失，项目容错空间被压缩。

对不同主体影响：1、房企端：现金流承压、拿地更审慎。现房销售短期对几乎所有开发商都是利空（再次强调最直接冲击“项目现金流”以及“可支配现金流”），只是不同企业的承受能力存在差异：高杠杆、拿地较多、在建项目较多的大企业尤其民企，边际影响会比较大；原本低杠杆、自有资金、小盘开发的本土小房企受影响相对更小；现已出险企业活过来的可能性大幅变小。**2、房价端：现房销售制度并不必然推动房价上涨。**原因在于①新政对于供给下降的影响需要时间去显现，而当前时点多数城市的新房和二手房的库存及库存去化周期仍处于历史相对高的水平。②开发商面临竞争下涨价还是保障现金流的囚徒困境。综合来看，新规产品由于后续市场竞争骤然减弱，不排除部分项目存在提价可能；在待售新房价格未明显上涨的情况下，二手房缺乏大幅涨价基础。**3、地方政府端：土地财政进一步承压，地价的调整可能会滞缓于市场调整。**对地方政府影响可能是①土地成交显著萎缩，土地财政进一步承压。②地价下降，但地价调整速度会滞缓于市场调整。③地方政府可能加大低密住宅的出让比重。**4、地产上下游端：拿地的下行及装修标准的调整同样会对上下游产业链造成压力。**①房企资金占压加重之后，或向上游供应商和下游销售传导，即提高总包、供应商等的代垫资比例；②以及由于建设项目越少，带来建筑行业和材料行业的内卷式竞争导致利润下降；③拿地的下行及装修标准的调整同样会对上下游产业造成压力 **5、对购房者影响：新政下的最大利好者。**① 所见即所得消除交付风险，且月供的实际支付节点也可以与居住需求同步。②中长期逻辑下，供需回归均衡的城市房价会形成底部支撑。

风险提示：政策落地不及预期、模型假设和测算误差风险、房企出险风险蔓延。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 金晶

执业证书编号：S0680522030001

邮箱：jinjing3@gszq.com

分析师 周卓君

执业证书编号：S0680523070006

邮箱：zhouzhuojun@gszq.com

相关研究

1、《房地产开发：1-8 月统计局数据点评:房企开发投资意愿持续低迷，资金端形势依旧严峻 》2026-09-16

2、《房地产开发：2026W36 ：本周新房成交同比-20%，二手同比维持正增》 2026-09-13

3、《房地产开发：2026W35：新房成交同比仍弱，二手同比维持正增 》 2026-09-06

内容目录

一、政策解读：房地产行业商业模式彻底转变，短期偏利空，房企现金流面临大考 3
1.预售门槛大幅提高，销售方式以优先现房为主 4
2.项目资金封闭监管且严格监管，回流总部难度加大 5
3.围绕开发、建设、销售、运营全链条，改进优化房地产信贷体系 7
二、新政下对现金流、IRR 和回报率影响测算 9
三、对不同主体影响解读及相关建议 12
1.对房企影响：现金流承压、拿地更审慎 12
2.对房价影响：中性判断，不必然推动房价上涨 13
3.对地方政府影响：土地财政进一步承压，地价的调整可能会滞缓于市场调整 13
4.对地产上下游的影响：拿地的下行及装修标准的调整同样会对上下游产业链造成压力 14
5.对购房者影响：新政下的最大利好者 14
风险提示 14

图表目录

图表 1：“8.28”新政各项目情况的现房销售推行力度划分 5
图表 2：旧模式及新政下预售周期 5
图表 3：2021 年左右在预售资金监管陆续出台放松政策的不完全统计 6
图表 4：房地产生命周期主要信贷体系对比 8
图表 5：四类项目测算结果 10
图表 6：以上海项目为例的现金流模拟表 11

一、政策解读：房地产行业商业模式彻底转变，短期偏利空，房企现金流面临大考

8 月 28 日，住建部、央行、金融监管总局、证监会等多部委同步出台楼市一揽子房地产及配套融资政策，共计 8 份核心文件，具体如下：

一、3 份主文件（纲领性文件）

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》——主要涉及预售管理、现房销售推行等

央行、金融监管总局联合印发《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》银发〔2026〕171 号（共 36 条）——主要改革开发贷款和个人住房贷款制度

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》（共四部分 12 条）——支持房企合理融资、加大债券融资支持力度等

二、5 份配套管理办法（执行细则）

金融监管总局同日印发的 5 份管理办法：

《商品住房开发贷款管理办法（试行）》——规范开发贷，明确不得用于缴纳土地出让金，实行主办银行制

《个人住房贷款管理办法(试行)》——贷款期限延长至 40 年、偿债比上限提升至 60%、贷款在竣工备案后发放

《商业地产贷款管理办法（试行）》——明确商业地产开发、购买和运营阶段的贷款要求

《城市更新项目贷款管理办法（试行）》——设立专门的城市更新贷款品种

《信托公司开展房地产领域信托业务管理办法（试行）》——规范信托公司开展房地产信托业务

这 8 份核心文件被市场统称为“8·28”新政，覆盖了住房销售制度、信贷体系、资本市场三个环节，形成了从拿地、开发、销售到融资的全链条闭环制度安排。综合来看，此次现房销售政策是对房地产新发展模式的进一步推进。**房地产新发展模式下本就有两件大事，一件是现房销售（包括调整房地产现有的融资、现金流结构），另一件是房产税，均属于最终都要做的大事。而现房销售及带来的融资、现金流结构调整只是在市场没有预期的时候快速的推了出来，加速了房地产行业的模式转型**。在多项制度突破下，现房销售制度将和项目公司制协同并进，主办银行制、融资项目制、按揭资金监管制覆盖项目从拿地、开发、融资、销售到交付到风险处置的全生命周期。

我们认为政策本身定位为风险防控+供应端优化+开发模式调整，和需求端刺激无关：

1.实现“所见即所得”，**减少商品住房交付纠纷**，从根源消除烂尾楼以及预售交房纠纷带来的交付风险，保障民生、维护购房人合法权益，加快构建房地产发展新模式。

2、供应端优化。我们国家的大库存—土地库存、小库存—商品房库存绝对量仍处于历史相对高位，现房销售政策的推出，会带来供应端的时间错位，减少接下来 2-3 年的供应压力。

3.开发模式调整是将现有一二级土地开发模式重资金、重融资、重资本错配、高周转进行完整调整，将传统房地产开发行业从重资金属性转回重制造属性。

“8·28”政策代表着开发商商业模式、一二级土地开发节奏、资金运转模式的变革。开发商的高杠杆、高周转商业模式将无以为继，合理的杠杆率、追求品质、资金周转效率降至合理水平会成为未来开发商的主旋律。看似其余政策是利好，但主要是用来配套现房销售，对冲一部分现房销售带来的压力，减少系统性风险的发生。当然，目前各地现房销售制度细则暂未出来，具体执行还需各地根据实际情况确定，地方政府方面推进的意愿也不尽相同，实际推进影响仍需进一步观察。

综合来看，短线我们认为对开发商偏利空，压力传导逻辑链条包括：1、短期现金流承压；2、资金周转率下降，项目 IRR 和投资回报率承压；3、选地、选项目的慎重带来的土地成交短期萎缩以及库存盘的销售受阻带来的对市场产生次级伤害。中长期，对我国房地产市场的去资本化、减少系统性风险、增强开发商体质、提升地方政府城市发展的能力是有极大益处的，同时市场的供需格局会逐步改善，最终对房价形成支撑，最终活下来的开发商会在新模式下受益。

下面我们详细解释一下，短线利空的成因：新模式下，房企受制于项目资金严格封闭监管资金回流总部难度加大，按揭贷款资金回流时间大幅延后。这些均会造成开发商短期（1-2 年）现金流承压。2、房企无论是预售带来的单项目层面资金高周转还是旧项目资金滚动获取新项目的周转速度均大幅受影响。营运杠杆的下降、周转率下降最终带来 IRR 下降（IRR 对现金回流时间高度敏感）、单项目净利润率下降、ROE 下降。3、基于现实的现金流压力，开发商能做的选择就开源节流，节流方面土地投资萎缩成定局，降薪裁员也是可选项，开源方面开发商可能会尽量加快流速多卖库存项目（打折等方式）。

下面，我们对政策中几个要点难点进行梳理。

1.预售门槛大幅提高，销售方式以优先现房为主

此前，由于商品房预售使购房者承担了开发商的违约风险，为了保护前者的利益，国家陆续规定了严格的商品房预售条件。**根据《城市商品房预售管理办法》，旧预售条件包括四类：**

1、采取预售制的商品房建设用地，必须已交付全部土地使用权出让金，取得土地使用权证书。由此，商品房的合法开工建设和合法预售有了基础保障。

2、采取预售制的商品房项目须持有建设工程规划许可证和施工许可证。

3、按提供预售的商品房计算，投入开发建设的资金达到工程建设总投资的 25%以上，并已经确定施工进度和竣工交付日期。这是为了确保开发商有一定的资金实力保障商品房到期完工交付。

4、商品房预售实行许可制度。开发企业进行商品房预售，应当向房地产管理部门申请预售许可，取得商品房预售许可证明。

“8.28”新政前我国各城市进行预售的基本条件基本为四证齐全+工程进度满足 25%，诚然从 2018 年开始不同类型城市预售标准在此基础上有所加码、调整，但取得土地证、施工许可证、建设工程规划许可证是一样的，不同之处在于有些地区拿商品房预售许可证以投入资金量（总投资量 25%~40%）作为标准，有些地区以建筑结构进度作为标准（正负零/主体结构 2/3/主体封顶），一般来讲，多数发达城市的预售要求相对更严格一些，部分城市工程进度要求较低。

“8.28”新政要求分别以《建设工程规划许可证》、《预售许可证》为是否优先选择现房销售及个贷拨付时点延后的划断节点：新出让土地的项目和未取证项目优先选择现房销售；已取证项目鼓励实行现房销售；新办法下商品住房项目实行预售的，预售门槛抬高到主体结构封顶，具体条件由各地根据实际情况确定。《关于完善商品住房销售制度的通知》施行之日前已取得工规证的商品住房项目，实行预售的，预售条件、预售资金监管等按原有政策规定执行。此外，新政下银行端的个贷放款点延后至竣工备案后发放，“8.28”新政施行前已经取得预售许可证的项目，按揭放款可以沿用旧规则（以实际操作为准）。

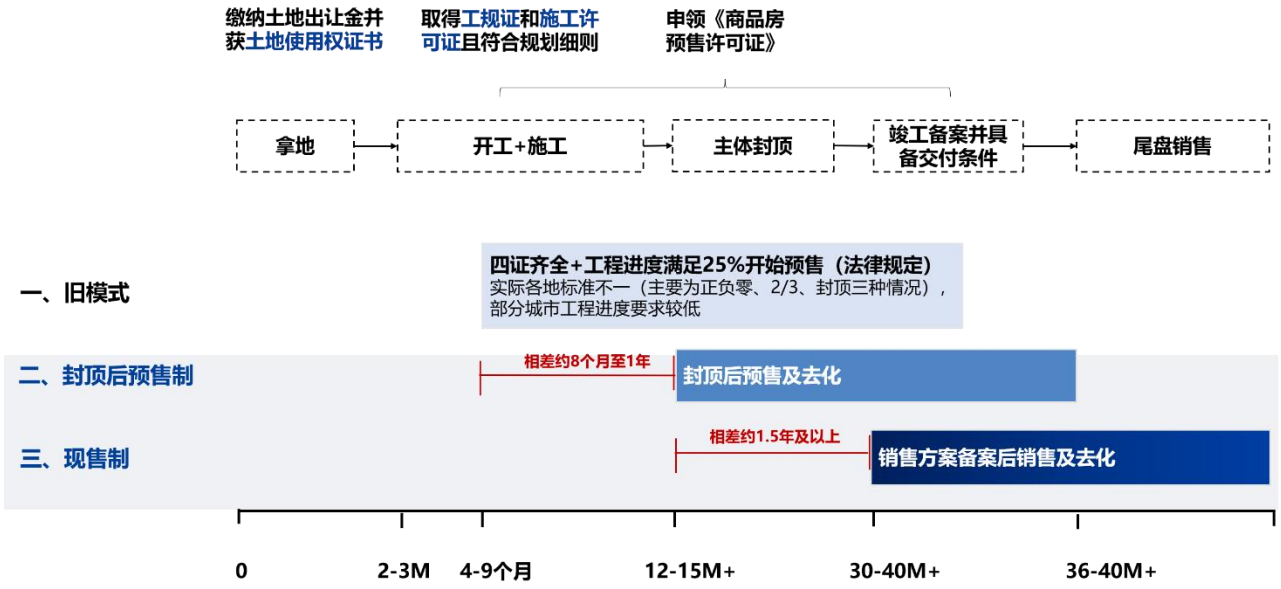
图表1：“8.28”新政各项目情况的现房销售推行力度划分

项目状态（以《通知》施行日为界）	销售制度要求	按揭放款规则	措辞力度
新出让土地的商品住房项目	优先选择现房销售	个人住房贷款发放时点延后至竣工备案之后	强
已出让土地、未取得建设工程规划许可证			强
已取得建设工程规划许可证，但未取得预售许可证	鼓励实行现房销售		中
已取得建设工程规划许可证且实行预售	预售条件、预售资金监管按原政策规定执行	按原政策规定执行	维持原状

资料来源：根据中华人民共和国住房和城乡建设部、国家金融监督管理总局政策整理、普睿地产研究，国盛证券研究所绘制。
注：以政策细则及最终执行为准

现售新政下，房地产开发企业应完成项目竣工验收等事项，将现房销售方案和具备交付条件的有关证明报市县住房城乡建设部门备案。**相较旧标准，封顶后预售制/现售制度相对应要较此前预售期推迟约 8-12 个月/至少 2-2.5 年（详见下图推导）。过去部分项目可能在开工后 4 至 9 个月进入预售，销售较好的项目一年内即可回笼较多资金，**而新办法下商品住房项目可实行预售的项目终究为少数项目，**意味着此前大批已获取的土地要等到竣工备案后才能销售和回款，现金回流节点至少可能后移两年甚至更久。**

图表2：旧模式及新政下预售周期



资料来源：根据中华人民共和国住房和城乡建设部网站政策、及深圳建工、万科、峰汇里（政策房）商品房网站信息整理，国盛证券研究所绘制。
注：下方横轴为当前典型开发项目各环节时间周期，意味着并非是法定、唯一标准、最低标准，仅供参考。亦不代表现房销售新政策下，房企项目开发周期亦完全遵循如上时间节点，或可能普遍存在压缩开发周期的情况。
注：以政策细则及最终执行为准。

2.项目资金封闭监管且严格监管，回流总部难度加大

探寻预售资金监管脉络可以发现，2020 年以来预售资金监管经历了收紧到走弱再到“8.28”新政严格监管的发展路径。

新政前先收紧再小幅度放松

① 为促进金融与房地产良性循环，健全房地产企业主体监管制度和资金监管，我国政府在 2020 年下半年开始加大政策手段干预，包括运用对行业影响较大的“三道红线”、贷款集中度管理、供地两集中及商品房预售资金监管等政策对房地产过多且不合理的金融属性进行强制剥离。**受监管调控收紧及收紧后多数房企信用资质走弱影**

响，行业出现融资性现金流和经营性现金流双双下滑，部分房企走向违约。基于房企暴雷违约，2021 年下半年“保交房”行动下多地再次加强预售资金监管，然而房企实际可动用资金缩减再次导致越来越多房企违约。

按照当时旧规，预售资金监管基本执行一城一策，并按照“重点监管资金＋一般监管资金”的框架进行监管。一般来说商品房预售时的入账资金（含定金、首付款、分期付款、银行按揭贷款、住房公积金贷款等）直接存入专用账户。预售项目入账资金未达到重点监管资金总额时，实施全额资金监管；入账资金超出重点监管资金总额后，超出部分资金进入一般监管账户，并可转出用于相关工程建设及偿还工程开发贷。**重点监管资金的额度有几种确立方式，主要包括按预售款总额基数、以工程造价总额为基数、总投资额的倍数、以平方米固定计价基数以及一盘一策等几种模式。**由于 2021 年下半年开始房企违约事件频发，为了防止预售资金被挪用造成项目烂尾，多地加强了预售资金监管，预售资金提取难度增加。但整体预售资金监管对待不同信用等级的房企采取不同的监管举措和容忍度，信用等级高的相应降低重点监管资金额度，信用等级低的增加额度，且有的房企在部分城市能通过银行保函来替换对应监管额度。此外，部分城市也存在政府部门、银行为防范风险，过度提高监管额度，放慢放款拨付进度的情况。在预售资金监管加严的背景下，快速下行的销售又进一步导致超出重点监管资金户的资金快速减少，进一步加剧了房企现金流压力。

② 为维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益，2021 年 10 月央行表态后政策基调转向宽松。随即开发贷、按揭贷、企业新发债券、部分城市预售资金监管政策宽松。

彼时预售资金监管根据工程进度决定可使用资金的比例，**比如之前基本上到结构封顶时，扣除剩余工程款后，能够提取的资金体量可能达到 70%—80%**，到结构封顶时可能使用大部分。但仍有不少城市管得非常死，尤其是前几年烂尾楼负担压力较大的城市，存在恐慌性监管——只要还有在售、在建项目，即使另外一个项目已经竣工，可能也不允许把资金抽调出去。各地情况不太一样，但大城市相对比较规范。

图表3：2021 年左右在预售资金监管陆续出台放松政策的不完全统计

	城市	出台时间	政策文件	政策内容
预售资金监管	石家庄	2021-11	关于《石家庄市新建商品房预售资金监管办法（征求意见稿）》公开征求意见的通知	房地产开发企业有“良好行为”信用信息记录的，监管资金比例额度调整为**80%**；房地产开发企业有“不良行为”信用信息记录的，监管资金比例额度调整为**110%**；房地产开发企业被列入“黑名单”的，监管资金比例额度调整为**120%**。
	成都	2021-11	住建局《关于精准应对疫情冲击全力实现年度目标的通知》	企业信用等级为A级及以上的，**可使用外地银行保函替代相应下浮的监管额度**。在项目主体结构工程完成四分之三以及主体结构封顶两个节点，监管额度内预售资金支取比例上限分别**提高5%**；项目并联竣工验收备案后，监管额度内预售资金支取比例可**达到95%**。
	北京	2021-11	关于《北京市商品房预售资金监督管理办法》(2021年修订)向社会公开征求意见的公告	房地产开发企业可凭非监管银行出具的现金保函，**免除同等额度的监管资金**。如现金保函额度和有效期可覆盖房地产开发项目的重点监管额度和建设周期，**项目可不进行预售资金监管**。
	烟台	2022-01	《关于对烟台市2020年度守信房地产开发企业实施激励措施的通知》	对信用等级为AAA级开发企业，商品房预售监管资金**留存比例降低5个百分点**；对信用等级为AA级开发企业，**留存比例降低3个百分点**。

资料来源：根据成都市住房和城乡建设局、北京市人民政府办公厅、烟台市住房和城乡建设局政策整理，央广网，国盛证券研究所

新政后：严格监管

③ **“8.28”新政下，重点提出加强项目资金封闭监管，一是与项目相关的全部资金均纳入资金账户管理，竣工验收、具备交付条件后解除资金监管。二是要求金融机构将住房按揭贷款拨付时点延后至竣工备案之后。项目资金封闭监管会造成项目资金回流总部难度变大，进而影响总部现金流入流出。**具体来看，要求市县住建部门履行预售资金监管职责，由住房资金监管机构承担具体监管工作。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。项目存续期间，除按规定要求监管的销售资金(购房人支付的定金、首付款、个贷等)外，房地产开发贷款、项目自有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。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，并开始拨付按揭贷款。若房地产开发企业违约不能按期交房的，购房人有权按照合同约定提出解除购房合同，房地产开发企业须按照合同约定退还购房资金并承担违约责任。房地产开发企业应与购房人在购房合同中约定购房资金存入资金监管账户的相关权利责任。再者，个人住房贷款的发放时点被后移到竣工备案之后。要求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，确保购房人“能拿房、再还贷”。

按照目前住建部的政策口径，是否优先封顶后预售或是现房销售，各地方政府多以“8.28”是否取得工规证划分；而银行端是否执行新口径的竣工备案再放款，则按“8.28”新政前是否取得预售证作为划断标准（参考图 1）；意味着两种执行口径之间，可能存在一批有争议的项目，即部分项目即使能在主体封顶后预售，实际个贷拨付节点也或将比原运营模式至少延后 16 个月（取得土地约二年半后）甚至更久，对开发商影响较大。为此住建部在最新的全国视频宣导会中也提出了，以“保函”制度成为平衡资金安全和灵活使用的关键安排，但具体执行面上仍需进行观察。

3.围绕开发、建设、销售、运营全链条，改进优化房地产信贷体系

① 自有资金购地，项目资本金要先全额到位，但可分期缴纳土地出让价款。

《关于完善商品住房销售制度的通知》在优化土地供应管理部分明确“房地产开发企业须用自有资金购地”、“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”。《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》第五条从银行端规定“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；第十一条要求项目资本金比例应符合国家关于固定资产投资项目资本金制度的规定，且“项目资本金应先于房地产开发贷款全额到位，并与房地产开发贷款配套投入项目建设”。

② 推行现房销售定金制。

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。市县住房城乡建设部门履行定金监管职责，住房资金监管机构承担定金监管工作，在项目的主办银行开立定金监管账户。**房屋具备交付条件后，解除定金监管。按照相关法律规定，定金不超过 20%，但我们预计定金占房款总金额的比重会比较低。**

③ 商品住房开发建设实行项目开发公司制。

旨在落实项目开发公司工程质量首要责任和勘察、设计、施工、监理单位主体责任。

④ 施行房地产项目实行主办银行制，开发贷款发放与项目建设周期相匹配。

主办银行制是配套的核心，即一个项目确定一家主办银行，主办银行单独或牵头组建银团提供开发贷款等融资服务。开发、建设、销售资金统一存入主办银行，主办银行保证项目公司的合理融资需求。同时，为解决现房销售期间的抵押融资难题，新政提出“按照市场化原则满足项目合理融资需求，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”。即预售项目最长 5 年，现房销售项目最长 7 年（对应覆盖了现房销售相对预售多出的资金占用期），商业地产项目最长 7 年；同时，“首次还本日期原则上应在项目竣工备案后”，意味着建设期内企业只需付息、不必还本，现金流压力一定程度被平滑。**在此规定下，项目资金额外调取回流总部的难度系数加大。**

⑤ 改革房地产开发融资方式，支持房企合理融资。

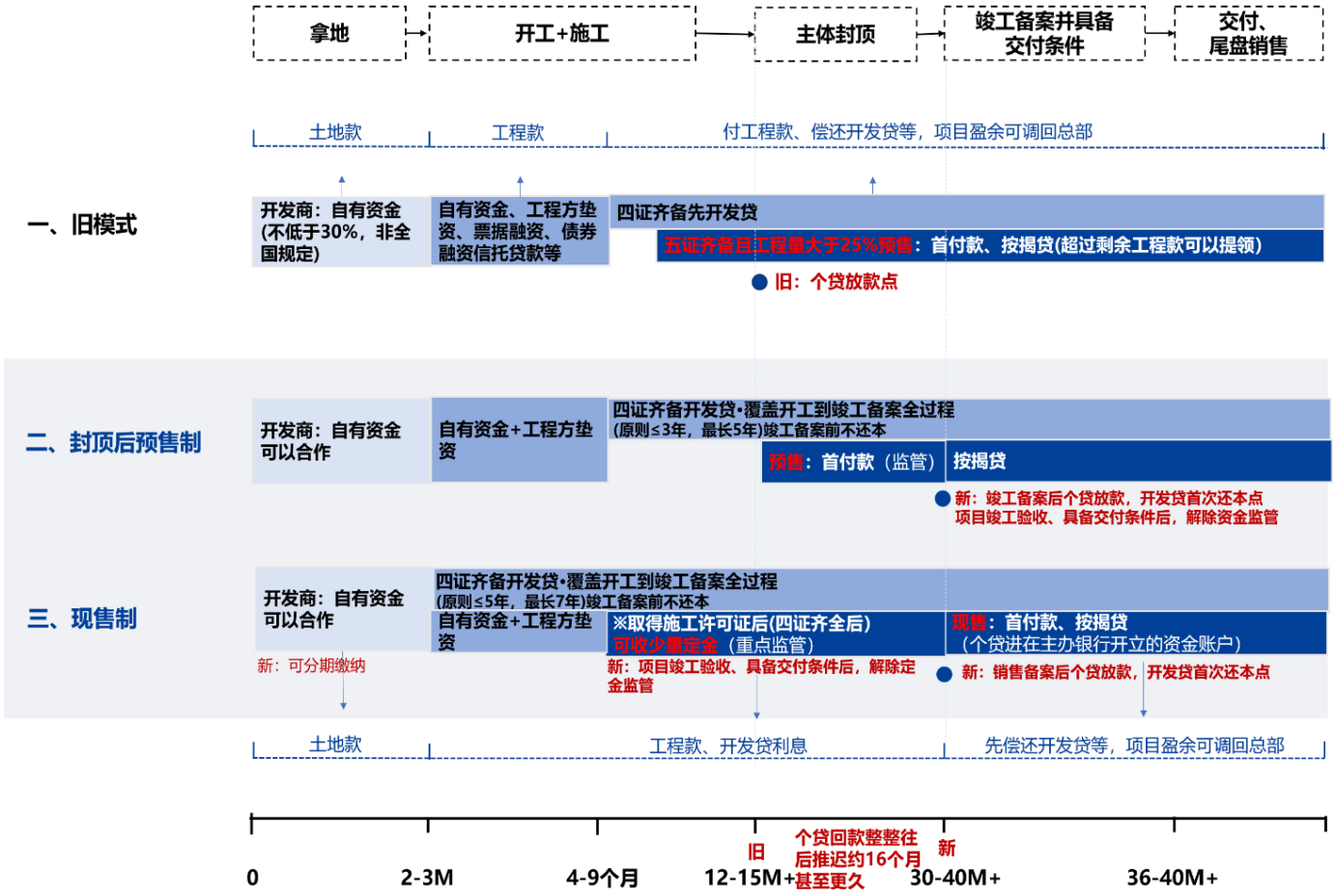
新政和相关会议中提及：支持项目公司在主办银行、地方政府在确认项目风险可控的情况下可采取保函方式灵活管理资金；对地方能够确保不发生保交付风险的个别项目，可以沿用原有销售制度和监管模式，但地方政府必须承担相应责任；上市房地产开发企业通过向特定对象发行方式再融资；支持上市房地产开发企业综合运用股份、定向可转债、现金等工具收购涉房资产；支持国有、民营等各类所有制房地产开发企业合理债券融资需求，对于存量公司债券，允许滚动续发；鼓励发行商业地产抵押贷款支持证券（CMBS）、不动产资产支持证券（ABS）；支持依托符合条件的租赁住房、城市更新等项目发行 REITs，

或者作为扩募资产装入已上市 REITs；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等方式满足房地产开发企业合理融资。

⑥ 构建全面覆盖、有序衔接的房地产信贷产品和管理体系

银行业金融机构可以在房地产开发建设阶段发放面向房企的房地产开发贷款（包括商品住房开发贷款、保障性住房开发贷款、住房租赁开发建设贷款、商业地产开发贷款等）；可以在房地产销售阶段发放面向居民的购房贷款（包括个人住房贷款、住房租赁团体购房贷款、商业用房购房贷款等）；在房地产运营阶段发放经营性贷款（包括经营性物业贷款、住房租赁经营性贷款等）。

图表4：房地产生命周期主要信贷体系对比



资料来源：根据中华人民共和国住房和城乡建设部、国家金融监督管理总局、中国政府网、中国人民银行办公厅网站政策，及深圳建工、万科、峰汇里（政策房）商品房网站信息整理，国盛证券研究所。

注：可能会存在少量豁免、特殊处理案例，具体操作以政策及实际执行为准，仅供参考。

注：下方横轴为当前典型开发项目各环节时间周期，意味着并非是法定、唯一标准、最低标准，仅供参考。亦不代表现房销售新政策下，房企项目开发周期亦完全遵循如上时间节点，或可能普遍存在压缩开发周期的情况。

注：旧个贷放款点为监管严格城市的放款点，即要求等到监理出具主体封顶证明之后，按揭贷才正式放款打入预售监管账户。部分弱监管城市销售即放款至监管账户。

注：政策上为“取得施工许可证后可收少量定金”；根据民法典——法律规定定金不得超过主合同标的额的 20%（《中华人民共和国民法典》第五百八十六条）。但我们预计定金占房款总金额的比重会比较低。

二、新政下对现金流、IRR 和回报率影响测算

在这个章节，我们以四类代表项目为例，分别进行房企投资测算来探究预售制度变化对房企的影响：

1） 代表高地价占比，高容积率、个贷放款条件严格的项目；
2） 代表高地价占比、低容积率、个贷放款条件严格的项目；
3） 代表低地价占比，高容积率、大体量、个贷放款条件宽松的项目；
4） 代表低地价占比，低容积率、小体量个贷放款条件宽松的项目。

项目收益测算核心假设说明（当然不同的假设会带来结果数据的差异但大方向不会变，因此建议投资者更多关注大面上的影响程度即可）：

1）现金流支付与回款假设
销售回款：当季销售对应的回款比例取 80%
建筑安装工程款：当期应付建安工程款项，本期支付比例为 85%
项目前期费用：施工前 1 个季度支付比例为 50%，剩余部分跟随工程进度同步支付
土地款支付：假设现售模式土地款分期支付

2）开发成本费率假设
地价及契税：契税税率 3%
项目建设前期费：1.0%
基础设施建设费：1.0%
建筑安装工程费（含地下室）：一线单方成本取值 6500 元；二线取 5000 元，三线取 4000 元。
市政绿化及公共配套设施费用：0.3%
预备及其他费用：3.0%

3）三项期间费用假设
销售费用：2.0%
管理费用：2.0%
财务费用：4.0%

4）税费测算假设
增值税适用税率 9.0%；
城建税及教育费附加综合计提比例 12.0%；
企业所得税税率 25.0%；
营业利润、净利润、净利率为最终测算输出结果，无预设固定比例。

图表5：四类项目测算结果

地块特点	城市	地价 元/平	地价总额（万元）	售价 元/平	地货比	建面 万方	住房性质	原政策	原测算收益	现房测算收益
代表高地价占比，高容积率、个贷放款条件严格的项目	深圳	52,222.0	281,998.8	100,071.0	52.2%	5	高层，超高层	封顶放款	净利率 13.2% IRR17.6%	净利率 11.9% IRR6.8%
代表高地价占比、低容积率、个贷放款条件严格的项目	上海	54,232.0	865,000.0	117,906.0	46.0%	16	小高层，多层	封顶放款	净利率 16.2% IRR25.1%	净利率 14.7% IRR8.5%
代表低地价占比，高容积率、大体量、个贷放款条件宽松的项目	长沙	6,900.8	129,500.0	16,000.0	43.1%	19	高层，超高层	网签备案购房合同后可放款	净利率 10.8% IRR42.5%	净利率 8.2% IRR6.3%
代表低地价占比，低容积率、小体量个贷放款条件宽松的项目	长沙	3,980.0	21,781.0	11,000.0	36.2%	5	高层	网签备案购房合同后可放款	净利率 10.5% IRR55.5%	净利率 8.0% IRR6.6%

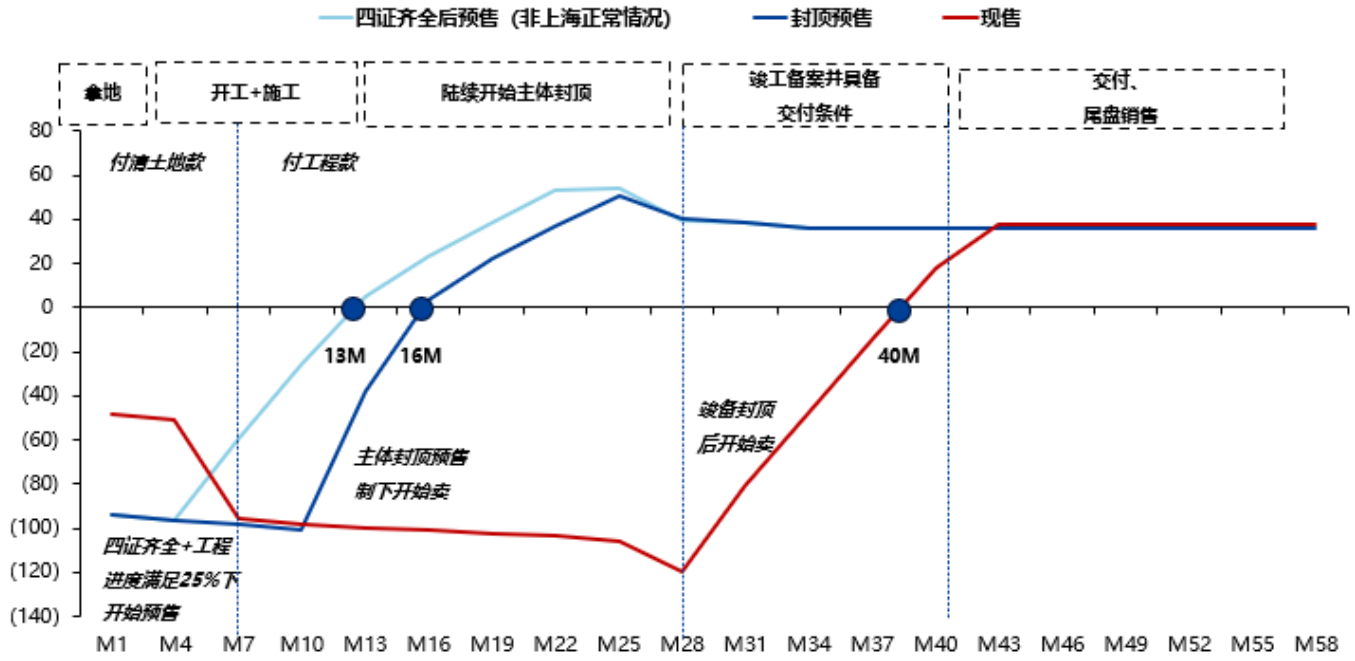
资料来源：中指，国盛证券研究所
注：根据中指数据及一般假设的测算，不同的假设会带来结果数据的差异但大方向不会变，因此建议投资者更多关注大面上的影响程度即可。
注：假设各项目现房测算下土地可分期缴纳、房价维持不变。假设各项目均可按照正常流速去化，若实际中去化不及时将进一步影响测算结果。
注：根据当前典型开发项目的开工、主体封顶、竣备备案等时间节点进行测算，意味着并非是唯一标准、最低标准，仅供参考。现房销售新政策下，房企亦可能普遍存在压缩开发周期的情况，将带来测算结果的改变。

由上表我们观察到，新政会对房企造成以下影响：

1）对于开发商来说，最直观最初的影响是现金流压力变大，现金流回正时间拉长

随着预售制度变严格，房企现金流压力变大，现金流回正时间拉长。以上述上海项目为例，在正常销售流速下，我们观察到，上海假设案例的累计净现金流回正所需时间由四证齐全+工程进度满足 25%即可预售（非上海正常情况，上海 2010 年“沪 12 条”后实施封顶预售，但对于装配式建筑预售略有放松，且各区细则、各项目实际执行可能略有区别，本文不做区别）的 13 个月延长至封顶后预售的 16 个月，再到现房销售制度下的 40 个月，也就是说预售制度变严格，会对房企的经营性现金流回血时间及累计现金流回正节点产生极大影响。

图表6：以上海项目为例的现金流模拟表



资料来源：中指，国盛证券研究所绘制
注：根据中指数据及一般假设的测算，不同的假设会带来结果数据的差异但大方向不会变，因此建议投资者更多关注大面上的影响程度即可。
注：假设各项目现房测算下土地可分期缴纳、房价维持不变。假设各项目均可按照正常流速去化，若实际中去化不及时将进一步影响测算结果。
注：根据当前上海典型开发项目的开工、主体封顶、竣备备案等时间节点进行测算，意味着并非是唯一标准、最低标准，仅供参考。现房销售新政策下，房企亦可能普遍存在压缩开发周期的情况，将带来测算结果的改变。

2）现售制度下 IRR 大幅下滑，销售净利润率小幅下行

① 随着可售节点变严格，四类案例项目层面的销售净利润率和 IRR（内部收益率）均出现下行，其中前者净利率约下滑 1-3pct，后者 IRR 下行幅度更大，约 10-50pct。

② **净利率表现分案例类型来看：**头部城市上海/深圳相对做改善产品的空间更大，盈利空间更高。案例项目基础净利率分别为 16.2%/13.2%；低能级城市，以长沙为例，案例项目基础净利率分别为 10.8%/10.5%。现房销售假设下，案例净利率普遍收窄约 1-3pct 左右，差距并不大，上述案例新政策下净利率分别为 14.7%/11.9%/8.2%/8.0%。

③ **IRR 表现分案例类型来看：**头部城市上海/深圳因此前即为封顶放款，资金监管较严格，基础 IRR 水平并不高，案例项目基础 IRR 分别对应 25.1%/17.6%；现房销售后，上海及深圳案例项目 IRR 均下降分别至 8.5%/6.8%。低能级城市，以长沙为例，旧规下个贷放款相对更早、资金监管政策宽松，因此此前 IRR 水平高，两例长沙项目基础 IRR 分别为 42.5%/55.5%；现房假设下，因个贷拨付时点延后至一线城市同一水平，因此 IRR 大幅回落 36.2pct/48.9pct 至 6.3%/6.6%，大幅回落后 IRR 上相较头部城市的优势明显降低。

背后意味着，在当前现房销售假设下（后续需进一步观察土地款分期缴纳、定金收取制度等细则的出台，或影响测算结果及对应影响房企的拿地行为），**低能级城市土投在 IRR 上相较头部城市的优势明显降低，容错率更小，房企后续拿地动作可能更聚焦于核心城市及低密的小体量项目，以确定性优先；下沉城市在没有更灵活的监管条件下将不会成为部分房企的选择。**

三、对不同主体影响解读及相关建议

1.对房企影响：现金流承压、拿地更审慎

现房销售短期对几乎所有开发商都是利空，只是不同企业的承受能力存在差异，**其中最直接的影响来自“项目现金流”，以及“可支配现金流”**，此前部分房企出险的根本原因就在于融资及集团层面经营性现金流断裂（详细见外发报告《房地产开发_出险房企专题研究：房企为何会出险？出险至今有什么变化？》），因此现房销售可能进一步放大部分高杠杆企业的流动性压力，继续推动行业出清。**其次才是项目层面的 IRR 和投资回报率下降。第三在于现金流压力下房企开源节流的外溢影响——土地投资审慎以及尽量加快流速多卖项目（如老盘打折，新规产品加速营销）。**

不同企业受到的边际影响不见得一样。从边际影响来看，目前拿地较多、在建项目较多的大企业（尤其民企），边际影响会比较大；对前期就坚持小而美，低杠杆、做产品力、自有资金、小盘开发的企业来说可能影响不大（第二类房企数量非常少，多数是当地的小型企业）。但至于出险企业，如果认为其本身就不拿地会活过来、或者未来会变好，那显然是错误的。按现在的现房销售模式，现已出险企业活过来的可能性大幅变小。而最终哪些企业能够存续、哪些企业表现更好，需要更长时间观察（1 年以上）。但开发商普遍需要经历阵痛期，融资有支撑现金流相对宽裕的企业存续概率更高，供给侧产能将出现进一步的出清。

进入现房销售时代，房企可能面对的问题以及我们建议的应对措施如下：

① **快速盘点公司名下的可进入开发的土地和可售货源、可支配现金流，加速现金回流。**房企应第一时间按照工规证、预售证为分界线盘点手中土地和可售货源，加快销售手中库存和符合条件的可售货源，必要时可以通过降价促销提高流速，优先争取销售回款，与现金流压力赛跑。尚未能达到开发状态的项目，可协调地方政府获取调规空间（降容积率、缩小单次开盘面积）等积极手段；没有盘活希望的土地可以考虑协商退地。

② **重视融资、工程、资金支付、资金回收节点的错配压力。**重新计算名下所有项目的现金流流入和流出计划以及对应的项目回报率，并着重考虑项目制、主办银行制之后，资金无法及时有效抽调回总部而带来的现金流错配压力，着重考虑总部融资资金支付产生的阶段性错配压力，并且对于资质较好的央企、国企，积极协调项目主办银行运用保函模式，灵活配置资金。

③ **短期减少拿地（减少资金流出，且毕竟地方执行细则尚未完全出台）对既有项目进行调规、调整开发时序或是审慎挑地，拿地区位收缩、对地块的投资评估更加审慎。**房企在节流层面最先可以采取的措施是减少拿地，拿地布局进一步向核心城市核心区位未来能够支付产品力溢价的区位收缩。预期三四线以及部分弱二线城市土地市场或将进一步降温。近期北京已经出现地块未成交的情况。需要注意的是，当前仍有部分土地成交，但并不意味着这些交易完全由市场化因素推动。部分项目可能与地方政府存在具体协商，也可能承担托底或其他目标，因此不能仅根据仍有成交就判断政策影响有限。此外，房企可能会通过寻找资金方能合作模式降低资金峰值和风险。

④ **产品与地块选择偏好改变：**倾向低密度住宅、小体量地块。现房模式下房企会主动压缩建设、销售、开发周期，优先选择销售、建设、开发周期显著短于大高层的别墅、小高层产品。

⑤ **加快主体开发建设，调整产品装修标准：**行业内在此前频繁出现的“高周转”，主要抢的就是预售时间节点以及现金流回正时间节点。我们认为，一旦预售制度趋严、销售回款时间周期变长，房企有可能会在许可范围内加快施工节奏。加快施工节奏的方式可能包括开发周期更短的毛坯房或将重新成为主流、装配式建筑占比提升等。**其中若允许毛坯销售，项目销售节点可能提前约 8 至 12 个月，但同时也会影响装修等下游产业链。**此外，房地产行业虽说是传统行业，但发展至今日在材料、建造方式、管理模式等方向仍然有所突破，这也助力房企通过标准化的模式，去压缩前端设计、报批报建、招投标等的时间去实现高周转，并不是盲目压缩工期。至于房地产市场乱象丛生，如面积

缩水、质量低劣等等，我们认为这些风险并不是由预售制度本身产生，尤其是质量问题，一方面考验开发商，另一方面考验监管。**我们认为，如果后续监管不够到位，那么现房制度改变可能并不能改善房屋质量，可能会在提升投资回报率诉求及压缩周期下起到反效果。**

2.对房价影响：中性判断，不必然推动房价上涨

市场不少声音担心成本推动新房价格上涨，我们认为现房销售制度并不必然推动房价上涨，理由如下：

1、新政对于供给下降的影响需要时间去显现，而当前时点多数城市的新房和二手房的库存及库存去化周期仍处于历史相对高的水平。

2、开发商面临囚徒困境。逻辑上来说，当前部分在售项目可能受益于新房供应断档带来的去化加速。在售项目可分为新规与旧规两类，其中新规产品由于后续市场竞争骤然减弱，不排除部分项目存在提价可能，我们认为这种可能性确实存在。但是从“8.28”新政后的上海新房市场开发商的动向来看，有一部分新规产品有收回折扣，亦有一部分新房产品有小额提价的状况，但是显著提价、显著销售提升的项目没怎么看到。为什么？——因为开发商面临囚徒困境。在前文分析中，我们提到开发商最首先面临的仍然是现金流的压力，而现金流的回流离不开存量项目的销售，开发商 A、B、C、D、E 相争，只要附近区位有一个开发商选择了快速出售回流资金，该片区的新房价格就面临天花板压制，至少是无法显著上涨。而对于旧规产品，本身相较周边二手房产品及未来将上市的现房产品并不存在明显竞争优势，价格上涨的可能性极低，降价促销才是王道，否则未来等现房销售以后，旧规产品竞争力绝大概率会更加弱。

3、当下购房的主要约束是很多家庭对房价预期、就业收入预期不稳定，对月供负担迟疑。购买力本身才是决定购房行为的核心变量。

4、在待售新房价格未明显上涨的情况下，二手房缺乏大幅涨价基础。对于持币观望的购房者而言，未来新地块对应的现房产品会持续升级，老二手房只有在价格足够便宜时才具备竞争力，虽然目前“8.28”新政后部分城市二手房有挂牌情况增多的情况，但成交数据并未随之大幅上升。若当前待售新房和区位较好的次新房都未显著上涨，就难以推导老二手房未来会量价明显上涨。二手房成交量可以修复，价格也可能小幅波动，但短期内尚不具备大幅上涨条件。

3.对地方政府影响：土地财政进一步承压，地价的调整可能会滞缓于市场调整

对地方政府影响：

① 土地成交显著萎缩，土地财政进一步承压。
② 地价下降，但地价调整速度会滞缓于市场调整。
③ 地方政府可能加大低密住宅的出让比重。

第一，房企的拿地规模和销售规模会出现肉眼可见的下降，地方政府的土地财政进一步承压。第二，从地方政府角度，若要将地卖出需要让利。房企在新规实施前尚可实现成本收益平衡，但新规实施后叠加财务费用与利息成本，盈利模型将难以成立。随着市场需求下行、房企成本上升，地方政府若要实现土地出让，可能需要通过优化得房率、土地起拍价、付款节奏、规划条件等方式，提升房企参拍积极性。**然而历史上，基准地价更新本身存在周期，地方政府对地价的调整通常滞后于市场变化。**许多可出让地块是地方政府前几年完成一级整理的土地，前期投入已经发生，出让价格往往需要覆盖相关成本，因此地价较难及时、充分下调。即使房价已经明显调整，地价降幅也可能相对有限。第三，土地供应重心或向低密度住宅用地转移，即低容积率（最好是一点几）的地块，供房企开发小高层、洋房、别墅等产品，此类地块房企拿地积极性也较高。

4.对地产上下游的影响：拿地的下行及装修标准的调整同样会对上下游产业链造成压力

很显然，现房销售政策会对房企的资金面造成压力。自 2006 年以来房企开发资金中各项应付款的占比逐步攀升，近两年保持在 20%以上的水平（统计局数据截至 2025-12）。**一旦房企资金占压进一步严重，我们认为有可能会进一步往上游供应商和下游销售传导，即提高总包、供应商等的代垫资比例，而且建设项目少，供应商竞争越激烈，一方面各项应付款占比有可能会继续提升**，造成上下游企业合同额上升，实则整体的现金流紧张的局面，另一方面由于建设项目越少，对供应商、材料商竞争越剧烈，除了代垫资比例外，会带来建筑行业和材料行业的内卷式竞争导致利润下降。

此外，前文已经提到，新政会造成企业投资能力、意愿下行，土地出让金收入下行，房地产开发投资与新开工下行，销售下行，进而影响产业链条。拿地的下行及装修标准的调整同样会对上下游产业造成压力。房地产产业链条涉及的行业以及产值巨大，上游有机械、建材、钢铁、化工等，下游有家电、汽车、家居装饰等等。

5.对购房者影响：新政下的最大利好者

现房销售对购房者主要存在两方面利好。第一，购房者能够通过实景判断房屋品质，即“所见即所得”，消除了无法交付或者说货不对板的风险，且月供的实际支付节点也可以与居住需求同步。第二，从中期看，现房销售会使市场新增供给节奏放缓，并逐步改善部分城市明显供过于求的格局，中长期供需回归均衡的城市房价会形成底部支撑，但该影响属于中长期逻辑，并不意味着政策推出后历史库存会立即消失。目前多数城市库存仍然偏高，存量库存依然客观存在。

风险提示

1） **政策落地不及预期：**若后续需求端政策放松力度不及预期，新房销售面积及销售价格或继续下行；供给端收储政策推进仍需克服诸多困难，实际落地不及预期可能对基本面改善帮助有限。

2） **模型假设和测算误差风险：**目前各地现房销售细则仍在推进中，我们测算包含土地付款周期、竣备时间、回款节点等假设，可能跟实际落地情况有差距，导致测算结果存在误差。

3） **房企出险风险蔓延：**房企资金面压力仍承压，后续出险范围可能进一步蔓延，则进一步影响市场信心，影响新房销售以及存量房企融资环境。

仅供内部参考，请勿外传！

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市丰台区丽泽路 22 号院新华社国家金融信息大厦西塔 B 座 38 层
邮编：100077
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
邮编：200120
电话：021-38124100
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com

人在草木间