

房地产重大政策点评

信阳公示现房销售制度，如何看待行业影响

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 房地产

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：	任鹤	010-88005315	renhe@guosen.com.cn	执证编码：S0980520040006
证券分析师：	王粤雷	0755-81981019	wangyuele@guosen.com.cn	执证编码：S0980520030001
证券分析师：	王静	021-60893314	wangjing20@guosen.com.cn	执证编码：S0980522100002

事项：

5月13日，信阳市住建局官网公示了《关于加强商品房预售管理工作的若干措施（试行）》，主要内容为：

1. 已开工项目（已取得施工证的项目），预售条件不变；2. 新开工项目（已拿地未开工项目），主体结构封顶方可预售；3. 新拿地项目（文件印发后），一律现房销售（现房一般指已竣工备案的项目）；4. 其他：主要是预售资金监管方面的要求。

国信地产观点：1) 与2022年开始的项目型试点不同，本次是地方政策的变化，而非作为土地出让条件之一。预计全国性的政策会在四季度前出台，且会有相关的融资方面的支持政策；2) 现售制直接影响是大幅降低房企的ROIC，进而降低这门生意的吸引力；3) 长期来看，将重塑行业的商业模式，从“资产负债表生意”走向“利润表生意”；4) 投资建议：短期内将有调整，但长期并不悲观；5) 风险提示：房价进一步下行，相关支持政策不及预期。

评论：

◆ 影响：短期ROIC大幅下降，长期重塑商业模式

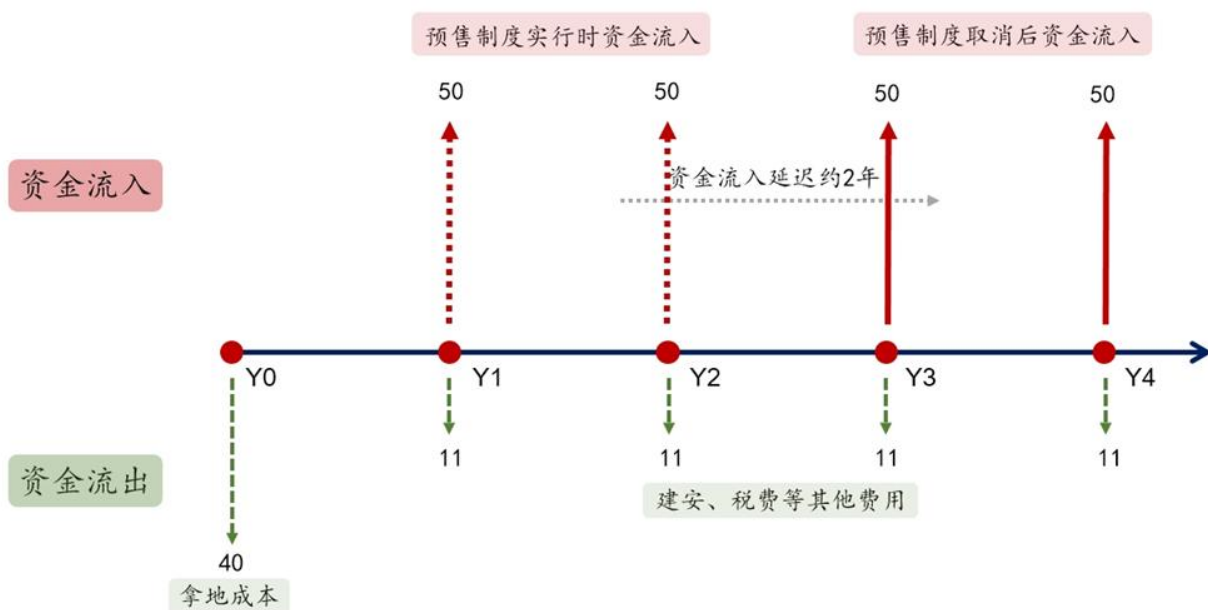
传统报表角度：低成本扩表手段

在《换个角度看预售：低成本扩表的手段》（2018.9.27）中，我们站在传统报表角度，分析了预售制度的实质，是房企低成本扩表的手段。主要结论为：

1. 预售最大的作用是为房企提供了低成本快速扩张资产规模的途径，以此助力规模增长。预售的本质是半独立于生产之外的负债扩张，本身更接近融资行为。预售引致资产负债率上升幅度为19%；
2. 如果取消预售，房企将面临收缩报表和增加利息支出两种选择。如果维持资产规模不变，则需要增加有息负债来填补预收账款的“空白”，增加的利息支出约为总资产的2.9%，如果收缩负债，营业收入规模将大幅下降；
3. 由于现金流分布改变，投资回收期显著拉长，项目IRR承压明显。以我们假设的项目为例（项目周期4年，净利润率15%），IRR由43%下降为8%；
4. 如果取消预售，土地市场将较大幅度下行，同时新房供给减少，对稳定房价有好处。

由于市场与当时有明显差别，如利润率、预售资金监管等，数据方面会有一些不同，但整体结论不变。

图1：预售变现后的现金流分布



资料来源：国信证券经济研究所整理

公司金融角度：ROIC 将从 12.4%下降至 2.9%

传统报表角度无法定量考虑预售制下“资金调配”对房企整体的影响。站在公司金融的角度，可以建立公司 ROIC 与项目利润率、回款时间、预售资金监管比例的定量关系。

推导过程如下（忽略项目差异、且不考虑预售资金的分期解锁）。按照所处阶段的不同，将房企已拿地未结算项目分为三类，三类项目各有不同的财务表现（假设单个项目货值 100，净利率为 i ，预售资金冻结比例为 K ，完成全部回款时间为 t ）：

第 1 年：完成拿地和初期建安，尚未达到完全回款。这类项目的财务表现主要是存货（土地成本+初期建安）40，虽然有可能已经进入预售环节，但回款金额有限（去化率、在途按揭等），故忽略其报表体现；

第 2 年：完成全部销售和回款。这类项目的财务表现为存货（土地成本+全部建安+全部销管费用） $(95-i)$ ，以及全部预收款 100，其中冻结金额为 $100*K$ ；

第 3 年：完成竣工和结算，存货和预收账款归 0，产生息前税后经营利润（NOPLAT） $(i+5\%)$ 。

图2：房企报表主要项目表现

报表项目	存货	预收账款	经营资产	NOPLAT
第 1 年	40	0	80	0
第 2 年	$95-i$	100	$2*(95-i)$	0
第 3 年	0	0	0	$i+5$
整体	$2/3*40+1/3*(95-i)$	$(3-t)/3*100$	$4/3*40+2/3*(95-i)$	$1/3*(i+5)$

资料来源：国信证券经济研究所整理

代入 ROIC 计算公式可得： $ROIC = (5+i)/(50-2i+300K+100t-100Kt)$ 。其中， $i\%$ 为项目利润率， K 为预售资金监管比例， t 为加权回款时间。

以周期 3 年、净利润率 5%、加权回款时间 1.5 年、预售资金监管比例 30% 的项目为例，据上述公式可以定量计算其他条件不变的情况，预售变现售，对房企 ROIC 的影响，即项目 IRR 将从 7% 下降至 3%，而 ROIC 将从 12.4% 下降至 2.9%。——房地产开发作为一门生意的吸引力将大幅下降。

长远影响：重塑商业模式，从“资产负债表生意”走向“利润表生意”

上述分析是假设其他条件不变下的静态分析。长期来看，其他因素也会改变。最直接的就是拿地利润率的上升。过去房企可以接受较低甚至为负数的利润率的核心原因，是只要回款快（ t 足够小），ROIC 可以在利润率为负数的情况下保持较高水平。而现售制下，房企已经无法通过“周转”来吸收负利润率。——作为结果，所有房企拿地时要求的利润率都会上升，则行业整体利润率也将上升。

整体而言，现售制会让项目 IRR、公司 ROIC 大幅下降，但拿地合意利润率会上升，综合来看，房企的 ROIC 下降幅度并不会如上述静态计算般猛烈。房企的财务特点将从“低利润率、高杠杆率、高 ROE”（正常情况下，这几年是特殊情况），演变成“中利润率、中杠杆率、中 ROE”，从“资产负债表生意”走向“利润表生意”。

◆ 演进：方向已定，预计会有配套的融资支持政策

尽管以信阳的城市地位，该政策实质上并不具备太大的风向标意义，但结合近期相关高层会议的表述，现房销售制度的推出应是大局已定。准确的推出事件难以把握，但认为较大概率不会晚于四季度，大体内容也将于上述制度接近。此外，相信会有配套的融资支持政策出台，如开发贷、权益融资、信用债等方面，给予现房销售项目适当的倾斜。

◆ 应对：快速建造 or 小股操盘 or 供方垫款

上述影响只是静态分析，即假设其他条件均不变。但实际上，也会存在一些应对方式。现售的实质是对资金的锁定，因此应对方式大致有三：一是加快建造过程，若能从 3 年缩短至 2 年，则 IRR 为 4%；二是小股操盘，与 IRR 要求较低者合作，保证自有资金回报；三是寻求供方垫款。

◆ 投资建议：短期面临调整，长期不悲观

短期来看，若推出相关政策，市场会经历一波直接的悲观情绪，因为利空是显而易见的（但其实也是收缩供给，对稳住房价或许有一些好处），但利好是中长期的。中长期来看，是高杠杆、低利润率、高 ROE 的行业估值高，还是低杠杆、中利润率、中 ROE 的行业估值高？我们认为一定是后者，而现房销售就是让行业向后者方向发展，因此，长期我们并不悲观。

◆ 风险提示：

房价进一步下行，相关支持政策不及预期。

相关研究报告：

《房地产行业 2025 年 5 月投资策略-销售数据窄幅波动，后续政策仍值得期待》——2025-04-26

《4 月中央政治局会议地产表述解读-地产相关表述虽有更新，政策发力方向基调延续》——2025-04-26

《统计局 2025 年 1-3 月房地产数据点评-销售量价持续边际改善，但投融资修复趋势减弱》——2025-04-17

《房地产行业 2025 年 4 月投资策略-基本面趋稳，布局地产板块》——2025-03-31

《统计局 2025 年 1-2 月房地产数据点评-地产基本面整体延续边际改善趋势》——2025-03-17

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032