

地产杂谈系列之三十八

预售制探讨之何去何从

2022年8月9日

平安证券研究所地产团队

请务必阅读正文后免责条款



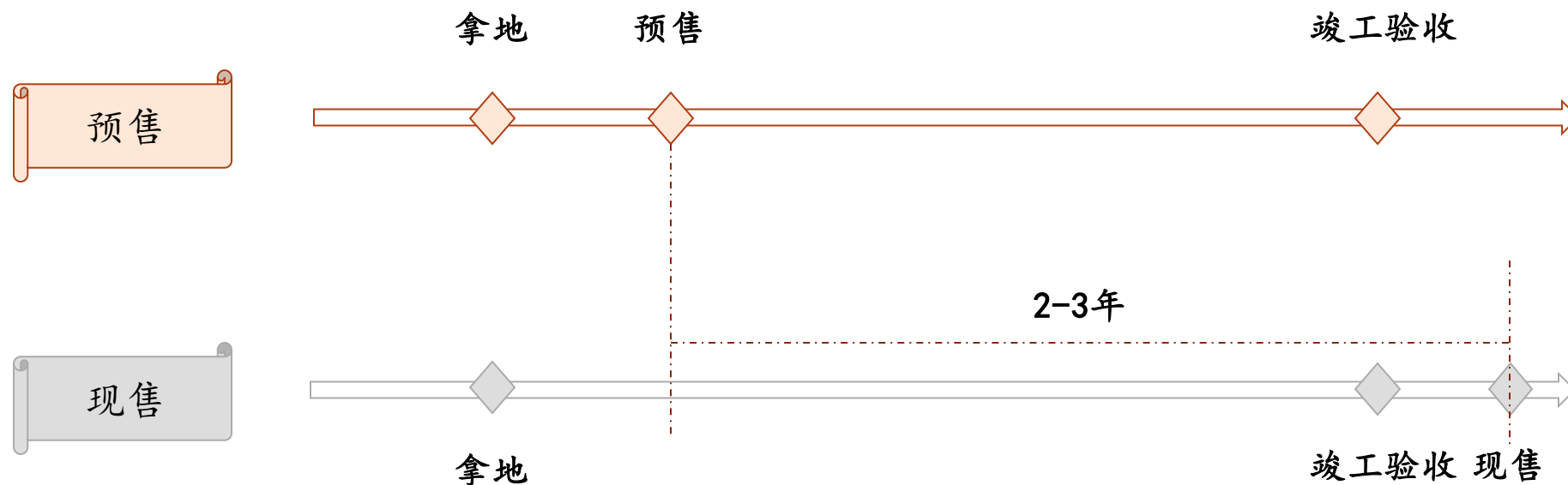


核心摘要

- **美国德国等国家预售制度从预付款、按揭发放等多维度为购房者提供保护。** 预付资金方面，一般设有定金或预付款保护机制；且预付款比例较低，或按工程进度分期支付，绝大部分房款在房屋交付后开始支付。按揭贷款方面，按揭贷款按照工程进度逐渐发放，或在房屋交付后发放按揭贷款。质量及交付担忧方面，预售商品房期房烂尾保险可保障购房者权益；验收合格后，开发商方可凭验收凭证取得购房者支付的房款；德国及新加坡开发商甚至为购房者提供1-5年保修期，而后购房者支付尾款。
- **内地预售制起源于中国香港，曾推动国内房地产市场快速发展：**20世纪50年代中国香港居民住房需求高但储蓄少，“预售楼花+分期付款”的香港预售制度应运而生，有效解决香港楼市“供不应求”，促进当地房地产市场繁荣。20世纪90年代内地亦面临住房需求大但供给短缺问题，于是在市场经济的商品房制度与房改货币化等因素催化下，借鉴香港形成“中国内地版预售制”。
- **内地预售制与中国香港仍存差异，行业下行期潜藏风险：**相较内地预售，香港预售制度权责分明。香港开发商在预售前需确保地价款已全部支付，还需证明有资金实力完成项目建设，预售定金随即放入信托账户（监管账户）隔离，因此烂尾现象较少。购房者如遇延迟交楼，开发商还需支付利息，即使在极端烂尾或开发商破产情况下，较容易找到接盘方，买家权益可得到充分保障。内地预售制度过往曾在加快住房供应、推动行业发展中起到积极作用，但本身制度存在缺陷，如预售金未被隔离监管等，间接导致内地开发商形成高杠杆、高周转、无序扩张的经营方式；如若行业景气度下行，易引发资金链断裂、项目搁置等风险，进而产生信用风险事件，导致银行面临坏账压力，购买者在交房等待期单方面承担交付风险等。
- **土拍遇冷倒逼现房销售试点取消，全面推行现房销售仍存挑战。**2016-2018年南京等地为抑制土市过热，推出现房销售试点，后因市场降温逐步退出；2021年杭州等地在第二批土拍中推出“竞现房”要求，但对应10宗地块全部流拍，倒逼地方政府自行调整土地出让要求。我们认为，现房销售虽可保障购房者权益、提高开发商运营能力等准入门槛、加速行业优胜劣汰，但房企资金压力无形加大，且楼盘销售时间推迟或导致短期供应青黄不接，易推高房价等。尤其是在当前行业资金压力较大背景下，全面推行现房销售仍面临挑战。
- **投资建议：**短期来看楼市信心的修复、各方担忧的消除均需要时间，意味着后续销售端的复苏仍充满波折，持续建议关注强信用、强运营的优质房企保利发展、中国海外发展、滨江集团、越秀地产、招商蛇口、万科A、金地集团、天健集团等。
- **风险提示：**1) 政策改善及时性低于预期风险；2) 个别房企流动性问题发酵、连锁反应超出预期风险；3) 行业短期波动超出预期风险。

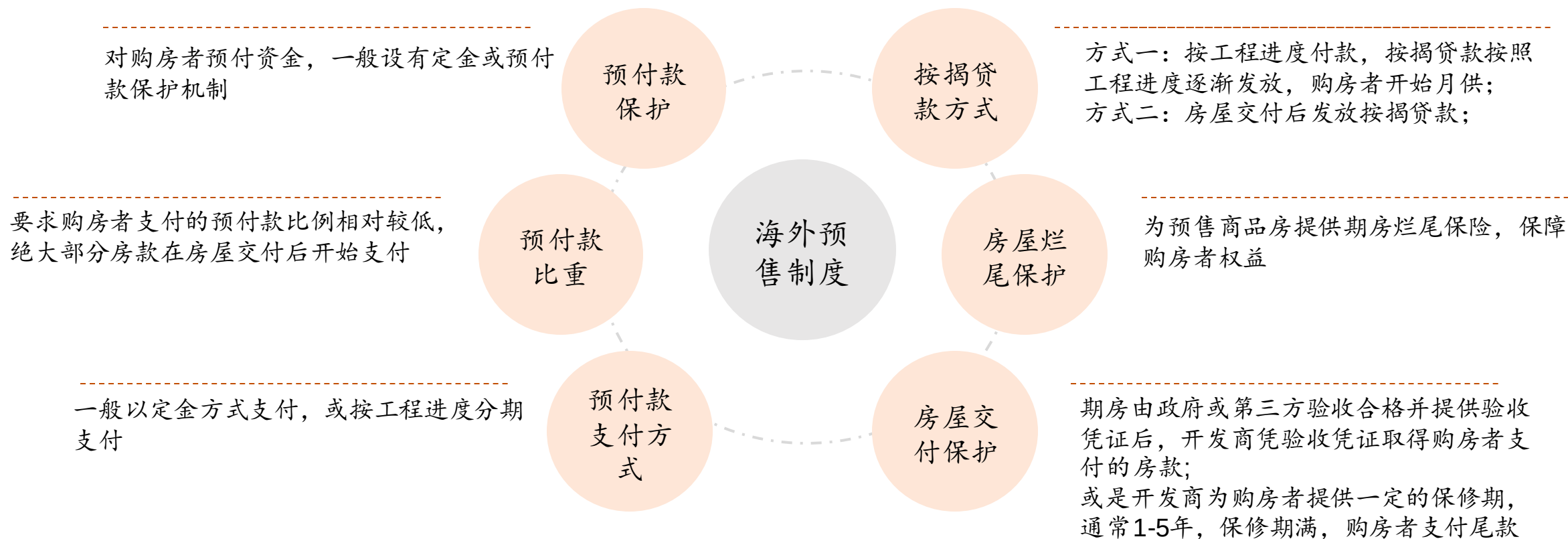
前言

➤ 2021年下半年以来，多家房企涉及债务违约或展期，市场对于房屋质量、能否按时交付的担忧持续升温，有关预售制及试点现房销售等探讨甚嚣尘上。因此本篇报告旨在探讨如下问题：1) 海外预售制度具备哪些特点；2) 国内预售制度起源与海外制度的异同点；3) 预售制度利与弊；4) 过往现售试点缘何未果。





国外预售制度特点



海外不同国家预售制度对比

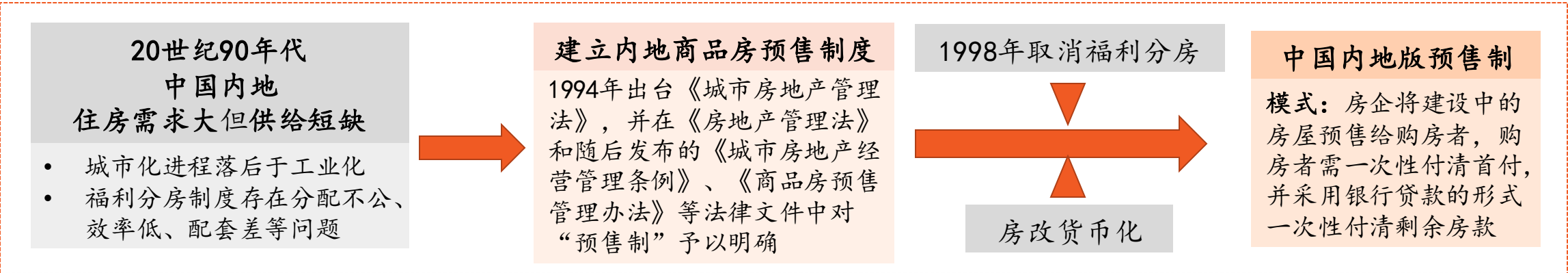
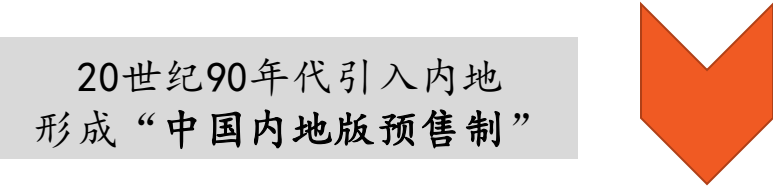
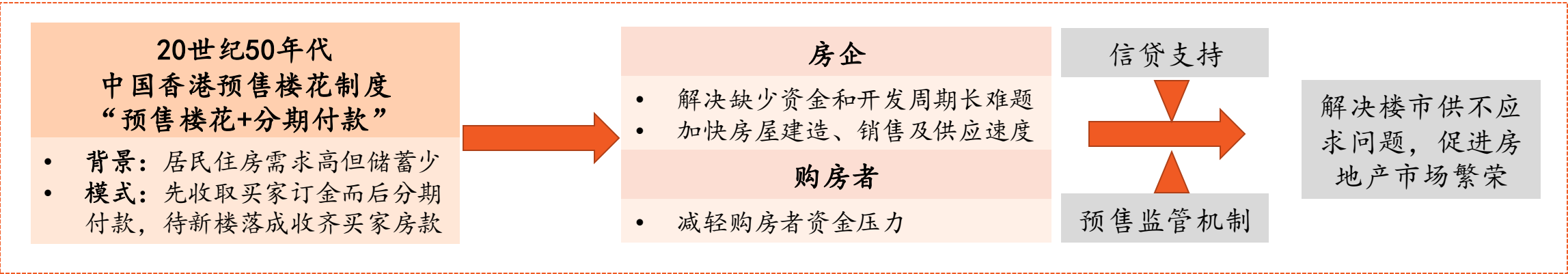
不同国家预售制度对比

	美国	德国	英国	日本	新加坡
定金比例	1-5%	2000欧左右	10%	5-20%	5%
首付比例	最低首付比例3.5%，平均首付比例12%	可零首付	10-25%	最多不超20%	15%左右
购房者违约，定金返还	根据合同条款	无返还	无返还	无返还	返还5%定金的1/4
开发商违约，定金返还	通过申请仲裁取回	——	返还10%定金	定金超过5%或超1000万日元，返还	全部返还
剩余房款支付节点	交房后支付	按工程进度付款	少数按工程进度付款；大部分交房时支付	大部分房款交付时交付	按工程进度付款
预售资金监管	第三方监管资金账户	——	买卖双方律师代管的账户	第三方资金监管机构	银行专门资金账户
是否有期房烂尾保险	——	是	——	——	——
是否强制验房	是	——	是	——	——
交付后是否有保修期	——	交付后5年保修期	——	——	交付后1年保修期，此后支付15%尾款

资料来源：政府官网，平安证券研究所



国内预售制度起源于中国香港预售楼花模式

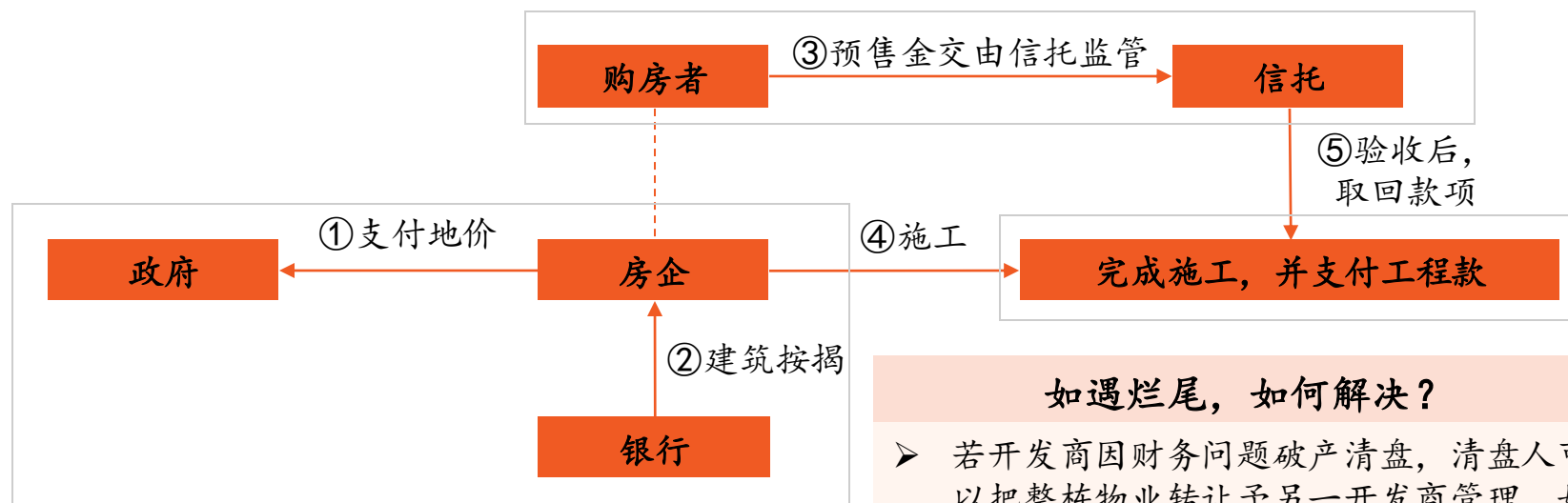




中国香港预售楼花制度权责分明

预售金如何监管？

- 订金由指定信托机构监管，开发商不可随意支取
- 开发商在提取建筑费时需支付完建筑商款项，取得证明书后方可申请在信托账户取回建筑费



开发商如何取得预售？

需证明以下两点：

- 地价已全数支付
- 证明有能力支付建筑费(三选一)
 - 从银行处获得“建筑按揭”（存入信托专户，项目完工前不用还款）
 - 银行承诺书（银行向政府承诺兜底）
 - 无担保贷款合约（开发商自行垫付部分建筑费至信托账户，余额由担保承借）

如遇烂尾，如何解决？

- 若开发商因财务问题破产清盘，清盘人可以吧整栋物业转让予另一开发商管理。如果无开发商愿意接手，则在物业落成时，由清盘人以大业主身份负责签楼契，把业权转让予各个业主
- 购房者可以继续等交楼或选择“踢契”，即取回已支付楼价与利息

中国香港预售制下鲜有烂尾，内地香港两地预售制度仍存异

- **中国香港预售楼花制度透明化：**各方权责分明，即要求开发商在预售前，确保地价款已全部支付，还需证明有资金实力完成项目建设，资金需放入律师所托管，支取时需律所与建筑师核准。为防止开发商、律所、建筑师等套取监管账户资金，中国香港要求律师行在银行开设信托账户（监管账户），开发商操作等采取全透明化机制。
- **如遇“烂尾”情况，**银行将成最大风险方，后续需自身推动项目完工，因此随着监管体系逐步完善，出现“烂尾”现象较少。购房者如遇延迟交楼，开发商需支付利息；即使开发商破产清算，较容易找到其他公司接盘，买家权益亦可得到充分保障。

	中国香港	内地
预售条件	- 地价全数支付； - 证明有能力支付所有“建筑费”	- 已交付全部土地使用权出让金，取得土地使用权证书； - 持有建设工程规划许可证和施工许可证； - 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
建筑费管理	通过信托专户管理，使用上引入第三方证明，对款项使用要求更加严格	资金账户不能实现破产隔离，实践中亦存在被查封情况
建筑费来源	完全由开发企业筹措，预售订金和按揭贷款不作为建设费支出	房开贷通常不能全额覆盖，由销售收入（约占30%）补充
预售资金比例	支付等同楼价5%的订金	包括定金、首付款及按揭贷款等，涵盖全部购房款
预售资金监管	定金锁定在开发企业律师事务所的信托账户，直到项目完工确认交付后，开发企业才会收到款项	预售资金由开发企业与监管银行、监理单位三方签订监管协议的方式监管，开发企业项目建设过程中可以取用
按揭贷款发放时间	购房者在房屋完成建设并正式交付前才申请按揭贷款	购房者在购房合同网签后申请按揭贷款，按揭贷款作为预售资金存入监管账户

资料来源：中国香港地政总署网站，平安证券研究所



内地预售制度加速国内住房供给，但同时潜藏风险

- 内地预售制度过往在加快住房供应、发展房地产行业起到积极作用，但本身制度亦存在缺陷，间接导致国内开发商形成高杠杆、高周转、无序扩张的经营方式，如碧桂园“拿地4个月开盘、5个月资金回笼、6个月资金回正”的资金链模式。

个人

- 预售制下购买者在交房等待期单方面承担交付风险，如延迟交房、房屋质量乃至“烂尾”风险。
- 购房者和开发商之间的购房合同、购房者和银行的按揭贷款合同是两个独立的合同关系，若开发商发生违约，购房者只能根据购房合同向开发商主张权力，但依旧需要根据按揭贷款合同按时向银行进行贷款偿还。

行业

- 预售制助推部分房企过度举债、高杠杆扩张，如若行业景气度下行，会引发资金链断裂、项目搁置等风险，进而产生行业信用事件，影响购房者、金融机构信心。

金融

- 银行作为按揭贷款、房企开发贷的发放方，一旦房企因为市场波动或经营不善，出现资金链断裂、“烂尾”、购房者丧失还款能力等问题，银行需承担相关风险，面临坏账压力。

2016-2018年楼市过热，多地曾试点现房销售

- 早在2016年，深圳、南京、苏州、杭州等地为抑制土地市场过热，相继推出现房销售试点。以南京为例，2016年8月南京要求网上竞价达最高限价90%需现售，直至2018年7月南京土拍政策转向，新挂出地块不再有现售要求，期间南京共计拍出67宗现房销售地块。
- 市场降温叠加限价严格，致使房企拿地冷静，倒逼现售取消。南京现售地块多集中于2016至2017年上半年，彼时虽有现售要求，但市场较热叠加“环沪”概念发酵，房企拿地热情高涨。但随着2017年中市场开始降温，加之政府出台严格限价难以突破，上市现售项目多数面临亏损销售，房企拿地态度随即趋于冷静，2017H2以来少有现售地块出让，直至2018年7月现售试点取消。

◆ 2016-2018年主要城市现售措施对比

城市	措施	现售是否与土拍价格挂钩	开始执行时间	执行时长
深圳	编号A816-0060号地块为现售试点项目	否	2016年6月	个别地块
南京	网上竞价达最高限价90%需现售	是	2016年8月	近两年
苏州	土地出让成交价超过市场指导价10%需现售	是	2016年8月	42个月
杭州	溢价率达到50%需现售	是	2017年3月	近4个月

◆ 2016.8-2018.7南京现售地块

	2016年	2017年	2018年
宗数	26	40	1
总建面(万平方米)	302.7	510.6	1.53
总价(亿元)	563.7	932.4	1.68



土拍遇冷倒逼现房销售试点取消，全面推行现房销售仍存挑战

- 由于2021年首批集中供地火热，杭州等地在2021年第二批集中供地的部分地块中，推出“竞现房”环节，试点现房销售；但实施效果不理想，杭州2021年第二批次集中土拍中要求竞品质现房销售的10宗地块全部流拍，于是第三批供地中暂停“竞品质现房销售”试点。
- 综上，无论2016-2018年南京等地试点现房销售未果，还是集中供地中现房销售地块流拍率居高不下，我们认为现房未能持续原因仍在于，现房销售地块对房企现金流要求更高，无形加大房企资金压力，同时土拍流拍亦影响地方土地财政收入，倒逼地方政府自行调整土地出让要求。

◆ 现房销售优劣势

优势	劣势
- 保障购房者合法权益，避免虚假宣传、质量瑕疵、延期交房、烂尾等风险 - 提高开发商准入门槛与运营能力，促进行业优胜劣汰	- 楼盘销售时间推迟2-3年，房企资金压力变大，财务投入及开发商成本增加 - 短期供应青黄不接，供应紧张，容易推高房价



投资建议

投资建议：内地预售制度曾在高速城镇化阶段有效增加住房供给，缓解楼市“供不应求”压力；但对比中国香港及海外，制度本身亦存在缺陷，间接导致国内开发商形成高杠杆、高周转、无序扩张的经营方式，尤其当前行业景气度下行，潜在风险逐渐暴露。但结合土拍市场情绪低迷及房企资金端压力现状，参照过往试点现房销售效果，我们认为当前全面推行现房销售仍面临较大挑战。投资建议方面，短期来看楼市信心的修复、各方担忧的消除均需要时间，意味着后续销售端的复苏仍充满波折，持续建议关注强信用、强运营的优质房企保利发展、中国海外发展、滨江集团、越秀地产、招商蛇口、万科A、金地集团、天健集团等。

 风险提示

- 1) 政策改善及时性低于预期风险：政策改善及时性低于预期将导致楼市调整幅度、时间拉长，对行业发展产生负面影响；
- 2) 个别房企流动性问题发酵、连锁反应超出预期风险：当前行业下行压力、房企资金风险仍存，若政策发力效果不及预期，资金压力较高企业仍可能出现债务违约/展期情形；
- 3) 房地产行业短期波动超出预期风险：若地市持续遇冷，多数房企新增土储规模不足，将对后续货量供应产生负面影响，进而影响行业销售、投资、开工、竣工等。

地产团队			
分析师	邮箱	资格类型	资格编号
杨侃	YANGKAN034@PINGAN.COM.CN	证券投资咨询	S1060514080002
王懂扬	WANGDONGYANG339@PINGAN.COM.CN	证券投资咨询	S1060522070003

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）
回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）
弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2022版权所有。保留一切权利。