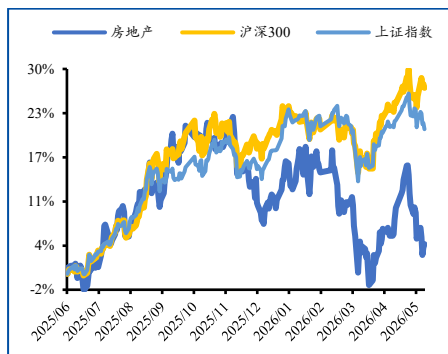


投资评级:看好（维持）

最近 12 月市场表现


分析师 房诚琦

SAC 证书编号: S0160525090002

fangcq@ctsec.com

分析师 何裕佳

SAC 证书编号: S0160525090001

heyj@ctsec.com

分析师 陈思宇

SAC 证书编号: S0160525090008

chensy04@ctsec.com

相关报告

1. 《房地产行业跟踪周报》 2026-05-25
2. 《房地产行业跟踪周报》 2026-05-19
3. 《房地产行业跟踪周报》 2026-05-12

反转修复空间大，投资标的怎么选？

核心观点

- ❖ **相对估值 PB：从五年或十年维度看，平均修复空间或达一倍。** 复盘历史四轮地产周期，地产 PB 的底部最大反弹平均值为 114%，PB 平均能够修复到前高的 80%。当前各开发商的表观 PB 都不高，若本轮地产反转，假设 PB 修复到五年/十年中枢的七成，算术平均修复空间达 117%/191%，估值修复空间更大的是建发国际、保利发展、中国金茂、招商蛇口等。
- ❖ **静态 RNAV：房企市值平均折让或达 50%。** 计算逻辑：归母净资产账面价值+开发物业重估+投资物业重估=RNAV。投资物业：多数房企投房的公允价值或需折价，而华润置地有明显增值。开发物业：底层资产是已售未结、未售货值（分成期房、现房、土地），我们预计已售未结能贡献利润，未售期房多数能赢利，近几年新项目越多则利润越高，未售现房造成亏损或减值，未售土地暂无价值。经测算，当前开发商市值较 RNAV 结果普遍折让 25%-65%，平均折让 49%，港股开发商较 A 股开发商折让更多，越秀地产、绿城中国、龙湖集团、中国海外发展等的折让幅度更大。
- ❖ **随房价调整的动态 RNAV：反转后修复空间更大，一线占比高且新货较多的开发商更受益。** 假设未来房价上涨，成本&费用不变，会提升未售期房货值及利润率，以此重估开发物业价值。在乐观/中性/悲观三种情形下，分别假设各能级城市房价涨幅，再与开发商各能级货值占比相乘，得到房企各自的加权涨幅，一线货值占比最高的越秀地产、中国海外发展、招商蛇口加权涨幅更大。在三种情形下，开发商市值较动态 RNAV 平均折让 50%，平均修复空间超 110%。综合来看，若房价修复，越秀地产、保利发展、建发国际等的动态 RNAV 较静态 RNAV 的涨幅弹性更大；越秀地产、绿城中国、建发国际等的动态 RNAV 较市值折让更多，潜在修复空间更大。
- ❖ **投资建议：**无论是 PB 估值法还是 NAV 估值法，本质上都是对开发商投资物业、开发物业质量的定价。在房价可能迎来拐点的预期下，开发商胜率和赔率的胜负手在于开发物业能够贡献多少利润。开发商土储的结构和质量直接决定销售和利润，近年来拿地较多、布局高能级城市，且历史包袱较轻、减值计提较充分的房企有望率先修复业绩和估值，市场企稳后，向上的空间更大。**综合考虑各家公司报表质量、经营情况、绝对和相对估值方法后，推荐：越秀地产、绿城中国、建发国际集团、中国海外发展、龙湖集团。**
- ❖ **风险提示：**政策出台进度及力度不及预期；宽松政策对市场提振效果不佳；房企出现债务违约

内容目录

1 相对估值 PB：平均修复空间或达一倍.....	3
1.1 复盘四轮地产周期，反转后 PB 平均底部翻倍，平均达到前高八成.....	3
1.2 从五年或十年维度看，PB 平均修复空间或超一倍.....	6
2 静态 RNAV：房企市值平均折让或达 50%.....	8
2.1 开发物业重估：新项目优于老项目，新货更多的开发商利润更高.....	8
2.2 投资物业重估：多数投资物业入账价值偏高，公允价值或需折价.....	9
2.3 静态 RNAV 估值结果：较市值平均折让 49%，越秀、金茂、绿城折让幅度较大.....	10
3 随房价调整的动态 RNAV：反转后修复空间更大，一线占比高且新货较多的开发商更受益.....	11
4 投资建议.....	14
5 风险提示.....	15

图表目录

图 1：2008-2009 年地产周期 PB 修复历程.....	3
图 2：2012-2013 年地产周期 PB 修复历程.....	4
图 3：2014-2016 年地产周期 PB 修复历程.....	5
图 4：2018-2019 年地产周期 PB 修复历程.....	6
图 5：近十年和近五年，地产 PB 中枢都在不断下移.....	7
图 6：各公司土储货值分城市能级的占比预测.....	12
图 7：三种情形下，各开发商未售货值的加权涨幅.....	13
表 1：重点房企 PB 估值修复空间测算.....	8
表 2：重点房企开发物业重估价值测算（单位：亿元）.....	9
表 3：重点房企投资物业重估测算（单位：亿元）.....	10
表 4：重点房企市值较静态 RNAV 的折让幅度.....	11
表 5：在三种情形下，假设各能级城市房价的上涨幅度.....	12
表 6：经房价上涨调整后，重点房动态 RNAV 测算及对应弹性.....	14
表 7：各类估算及调整后，开发商修复空间前五名汇总.....	15

1 相对估值 PB：平均修复空间或达一倍

1.1 复盘四轮地产周期，反转后 PB 平均底部翻倍，平均达到前高八成

第一轮周期从 2008 年 9 月降准降息开始，到 2009 年 12 月“国四条”结束，历时约 15 个月。2008 年受国际金融危机的影响，国内经济面临较大的增长压力。在此背景下，2008 年 9 月国内货币政策开始转向，开启连续降准降息的序幕。10 月降首付比例、降贷款利率、降交易契税接连落地，房地产政策开始全面宽松。11 月国常会上，“四万亿”投资计划出台。12 月国务院办公厅出台《关于促进房地产市场健康发展的若干意见》，进一步鼓励普通商品住房消费。

2009 年我国经济及楼市逐步走出冲击，部分城市房价明显上升，呈现“年初刺激，年末抑制”的特征。5 月国务院发布《关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》明确，保障性住房和普通商品住房项目的最低资本金比例为 20%，这是自 2004 年以来执行 35% 自有资本金贷款比例后的首次下调，放宽了对房企的杠杆限制。12 月国常会明确表态“遏制房价过快上涨”，国务院发布“国四条”调控措施，如增加商品房供给、抑制投资投机性购房等，标志着宽松周期正式终止。

本轮地产指数 PB 最低点为 2008 年 11 月 4 日的 1.60x，最高点为 2009 年 7 月 28 日的 4.70x，最大反弹幅度为 194%。

本轮周期前，地产指数 PB 最高点为 7.45x，此轮反弹修复到前高的 63%。

图1：2008-2009 年地产周期 PB 修复历程



数据来源：Wind，央行，中国新闻网，中国证券报，中国政府网，房天下，财通证券研究所

第二轮周期从 2012 年 2 月降准、央行定调开始，到 2013 年 2 月新“国五条”结束，历时约 12 个月。2012 年 2 月央行在部署全年金融工作时提出“满足首次购房贷款需求”，同时开启新一轮货币宽松，在 2 月及 6 月两次降准，5 月及 7 月两次降息。随着资金面的放松，经历上一轮政策收紧后的楼市开始回稳，下半年房企拿地热情高涨，“地王”现象频现。

2013 年 2 月国常会提出“要坚决抑制投机投资性购房，严格执行商品住房限购措施，扩大个人住房房产税改革试点范围”，同步出台 5 项政策措施即“新国五条”，

如建立房价工作的考核问责制度、严格执行商品住房限购措施，由此新一轮地产调控开始。

本轮地产指数 PB 最低点为 2012 年 1 月 5 日的 1.68x，最高点为 2013 年 1 月 30 日的 2.24x，最大反弹幅度为 33%。

本轮周期前，地产指数 PB 最高点为 2.72x，此轮反弹修复到前高的 82%。

图2: 2012-2013 年地产周期 PB 修复历程



数据来源: Wind, 搜狐网, 房天下, 财通证券研究所

第三轮周期从 2014 年 4 月南宁松绑开始，到 2016 年 3 月上海、深圳楼市收紧重启调控，历时约 2 年。2014 年，楼市面临库存累积的压力，多地酝酿松绑限购，4 月南宁定向松绑部分区域限购，打响第一枪。6 月呼和浩特成为全国首个发文取消限购的城市。7 月住建部部长陈政高发话“地方要千方百计消化库存”，中央部长定调后中央、地方政策开始全面转向宽松。9 月央行和银监会发布《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》（“930”新政），将首套房认定标准放宽为“认贷不认房”，且房贷利率打 7 折，信贷宽松程度较大。11 月央行时隔两年重启降息。

2015 年 2 月，央行时隔 32 个月，重启降准，标志着再度开启货币宽松周期。3 月央行、住建部、银监会发布《关于个人住房贷款政策有关问题的通知》（“330”新政），二套房最低首付款降至四成。5 月国务院发布《关于进一步做好城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设有关工作的意见》。8 月，住建部和国开行联合发布《关于进一步推进棚改货币化安置的通知》，要求货币化安置比例不低于 50%，加速推进棚改。9 月央行和银监会发布《关于进一步完善差别化住房信贷政策有关问题的通知》，商贷首套首付比例最低降至 25%。

2016 年 3 月，上海、深圳等核心城市率先收紧调控，标志着政策再度转向收紧，如上海将非本市户籍居民家庭购房的社保年限要求由 2 年增至 5 年，购买第二套住房的家庭，普宅/非普宅的首付比例升至 50%/70%。

本轮地产指数 PB 最低点为 2014 年 3 月 10 日的 1.46x，最高点为 2015 年 6 月 12 日的 4.09x，最大反弹幅度为 180%。

同时在棚改货币化+大牛市的双重带动下，地产指数 PB 突破此轮周期的前高，达到此轮周期的最高，我们将反弹到前高的幅度定为 100%。若对照 2008-2009 年周期，此轮反弹达到该轮修复后最大 PB 的 87%。

图3: 2014-2016 年地产周期 PB 修复历程



数据来源：Wind，中国新闻网，中国经济网，央行，中国政府网，人民网，金融界，央广网，上海证券报，财通证券研究所

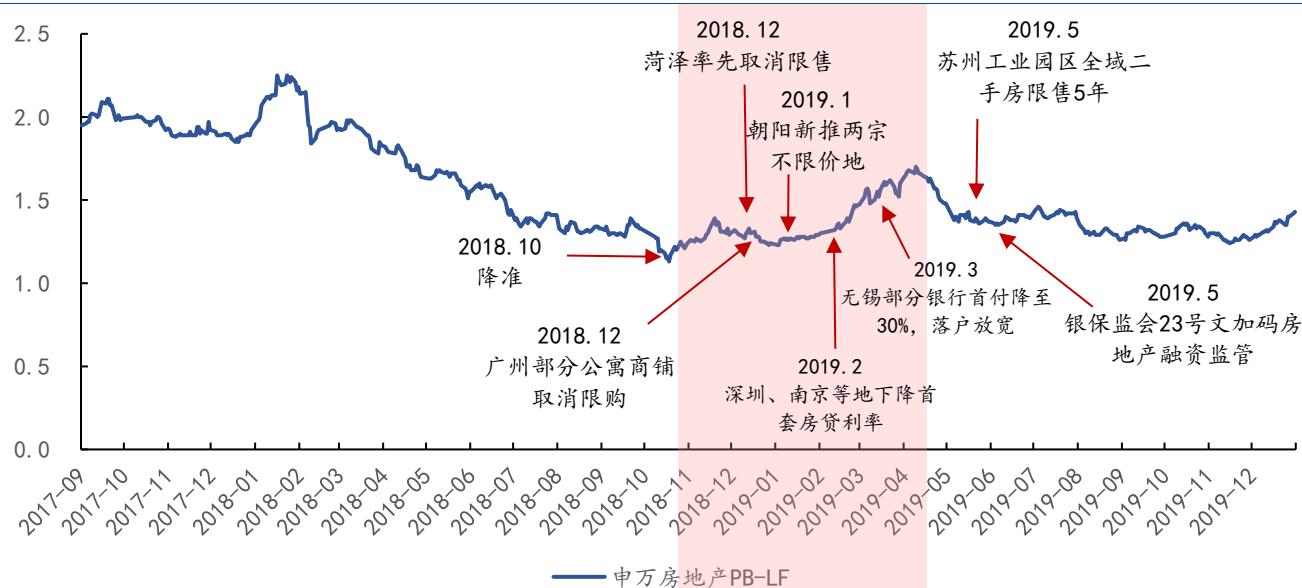
第四轮周期从 2018 年 10 月降准开始，到 2019 年 5 月苏州工业园区限售五年、银保监会“23 号文”结束，历时约 7 个月。2018 年 12 月菏泽成为全国首个取消限售的城市；广州 2017 年 3 月 30 日前成交土地上的公寓、商铺取消限购，楼市再度出现松绑迹象。

2019 年 1 月七城首套房贷利率下降，2 月十城首套房贷款利率下降，其中南京下降 20bp，深圳和南宁下降 11bp。3 月无锡部分银行首付比例降至 30%，落户政策放宽，各地因城施策，政策小幅松绑。5 月苏州出台楼市调控，工业园区全域二手房限售 5 年；银保监会发布《关于开展“巩固治乱象成果 促进合规建设”工作的通知》（“23 号文”），加强对于房企融资、资金违规流入楼市的监管。供需两端齐收紧，地产调控再度转向全面收紧。

此轮地产指数 PB 最低点为 2018 年 10 月 18 日的 1.13x，最高点为 2019 年 4 月 9 日的 1.70x，最大反弹幅度为 50%。

此轮周期前，地产指数 PB 最高点为 2.25x，此轮反弹修复到前高的 76%。

图4: 2018-2019 年地产周期 PB 修复历程



数据来源：Wind，中国政府网，中国新闻网，观察者网，澎湃新闻，证券时报，央视网，上海证券报，锡常楼市 PLUS，财通证券研究所

复盘历史四轮地产周期，PB 平均最大底部反弹 114%，PB 平均修复到前高的 80%。对于 2008-2009 年、2011-2012 年、2014-2016 年、2018-2019 年四轮地产周期行情，地产 PB 的底部最大反弹幅度分别为 194%、33%、180%、50%，即 PB 的底部最大反弹平均值为 114%。当轮地产指数 PB 反弹后的最高点，分别到上一轮最高点的 63%、82%、100%（历史最高）、76%，即 PB 平均能够修复到前高的 80%。

1.2 从五年或十年维度看，PB 平均修复空间或超一倍

从 2021 年开始的本轮地产下行周期，房价未反转，因此地产股是在政策博弈的框架下进行交易，短期几轮上涨时间短、斜率高，估值中枢并不稳定，参考意义可能不大。2021 年至今，共有 5 轮明显的短期上涨行情：2022Q1 金委会维稳、2022Q4 三支箭&金融 16 条、2023Q3 三大工程&认房不认贷、2024Q2 收储、2024 年“924”系列政策，本质上地产股都是在政策博弈的框架下进行交易，即“买预期卖现实”，政策放松&政策预期催化地产快速上涨，而基本面不及预期又会带动地产回落至新低。当上一轮政策失效，基本面持续下行，会酝酿出新一轮的政策放松，从而催化地产新一轮上涨。

结合政策力度及宏观基本面，若本轮地产反转，PB 修复或可参照五年、十年估值。2008、2014 年都是自上而下推动的全国性政策大放松、大转向，中央层面以货币、信贷政策宽松为主，地方政策配合因城施策。2012、2018 年的调控放松侧重于地方对前期偏紧政策的适当调整，无明显的全国性政策放松。

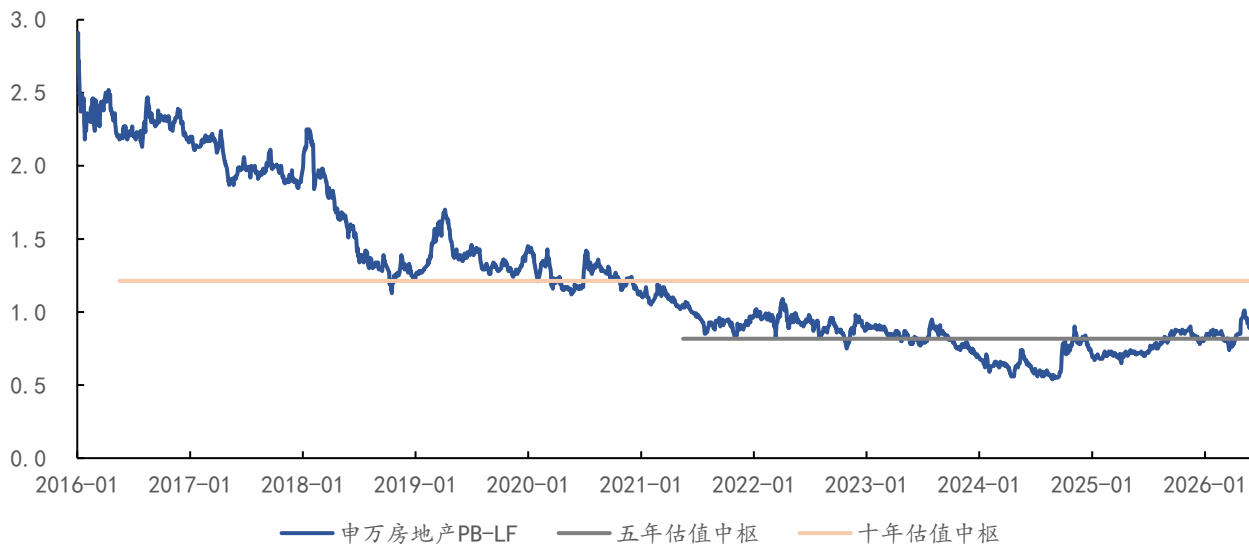
一方面，本轮地产的调整幅度之大、时间之长是历轮周期之最；2024 年“924”后，中央首次提出止跌回稳，当前政策正在加速落地。从降首付比例、降商贷、公积金贷款利率、基本解除限购的力度来看，政策力度或不低于 2008 年及 2014 年两轮大周期。

另一方面，考虑到当前城镇化率、人口、人均居住面积、居民杠杆率等宏观因素已与 2008 和 2014 年的大周期发生了较大的变化。行业天花板出现后，当前净利润率、杠杆率、资产周转率共同制约对于房企的 ROE 预期，无法再回到此前高杠

杆、高利润率、高周转共同造就的超高 ROE 水平，稳态后房企的 ROE 水平可能趋向金融业与传统制造业之间，因此 PB 中枢无法回到过去几轮周期的高位。

因此折中考虑，本轮修复可参考 2016 至今（已开始棚改）或 2021 年至今（已开始下行周期）的估值中枢。

图5: 近十年和近五年，地产 PB 中枢都在不断下移



数据来源：Wind，财通证券研究所 注：截至 2026/5/29

当前阶段，地产仍处于左侧，反转尚未形成共识，我们认为最重要的一是仓位和弹性；二是资产质量的分化导致估值修复的分化。预计估值修复空间较大的开发商是建发国际集团、保利发展、越秀地产、招商蛇口、中国海外发展。由于历史存货质量、近年来新获取项目质量、产品力和融资能力带来的利润率差异等因素，公司间估值预计将出现分化，部分优秀公司估值有望持续修复至上轮高点甚至突破高点。

根据前文复盘，四轮周期地产 PB 平均能够修复到前高的 80%，我们保守假设本轮周期 PB 分别能够修复到近五年、近十年最高水平的 70%：

从表观上看，当前各家开发商的 PB 绝对水平都不高。五年维度，各家开发商 PB 的分位数都处于后 50%（除中国金茂），部分甚至落在最后 10%，十家开发商分位数的算术平均是 29%，PB 修复空间的算术平均为 117%。当前 PB 修复空间较大的开发商是龙湖集团、保利发展、建发国际集团、越秀地产、中国金茂。

十年维度，各家开发商 PB 的分位数仍处于后 50%，十家开发商分位数的是 20%，PB 修复空间的算术平均为 191%。当前 PB 修复空间较大的开发商是龙湖集团、建发国际集团、保利发展、招商蛇口、中国海外发展。

但从表观 PB 来看，可能需要剔除极端高值的龙湖集团，因为此前龙湖的高 PB 基于商业+住宅双轮驱动成长（商业配套促进拿地及住宅销售，住宅销售快速回笼现金反哺商业）的逻辑。近年来龙湖新增拿地已大幅收缩，其定位已从开发商向运营商转变，逻辑从纯开发逻辑向长线的消费+运营+开发的逻辑转变。

表1: 重点房企 PB 估值修复空间测算

		保利发展	招商蛇口	滨江集团	中海外	华润置地	绿城中国	越秀地产	建发国际	中国金茂	龙湖集团
当前 PB		0.4	0.8	1.1	0.4	0.8	0.6	0.3	1.1	0.6	0.3
五年 (2021 至今)	最高	1.4	1.6	1.9	0.7	1.5	1.1	0.8	3.5	1.2	2.9
	最低	0.3	0.7	0.6	0.3	0.5	0.3	0.2	0.7	0.2	0.3
	当前分位数	0.3%	10.7%	49.3%	42.1%	46.5%	33.2%	10.7%	6.8%	85.1%	0.9%
	修复空间	177%	39%	22%	26%	33%	33%	93%	132%	51%	563%
十年 (2016 至今)	最高	2.1	3.2	2.6	1.5	1.8	1.1	0.8	6.3	1.7	2.9
	最低	0.3	0.7	0.6	0.3	0.5	0.3	0.2	0.7	0.2	0.3
	当前分位数	0.1%	5.5%	48.6%	21.8%	24.1%	43.9%	5.5%	4.5%	44.8%	0.4%
	修复空间	307%	172%	72%	161%	64%	33%	93%	317%	118%	568%

数据来源: Wind, 财通证券研究所 注: 截至 2026/5/29

2 静态 RNAV: 房企市值平均折让或达 50%

需要说明的是,从基础理论出发,单项目的 NAV 估值的本质是将未来各时点的所有现金流入和现金流出折让到现在所对应的价值。而一家开发商的 RNAV 估值应是将所有项目的 NAV 折现值加总,减去母公司对子公司的借贷等内部重复计算,再加上投资物业等资产的折现。

但在实操上会产生几个困难:①现金流入流出难以预测,因此我们采用当下的归母净资产+未来潜在的归母净利润替代。②若自下而上对逐个项目进行 NAV 估值并最终加总,但由于大部分数据不可得,需要引入大量主观假设,最终误差可能会逐步累积不断扩大,最终形成“精准的错误”。因此我们自上而下,从已售未结、未售货值等大类口径进行测算。③站在当下,虽然我们不知道房企销售的项目绝大部分会在未来三年内完成结转,但我们无法预测房企销售现房和期房的结构、无法预测各项目结转的节奏,折现期数是难以确定的,因此一般忽略折现。

综上,在本章测算中,我们将 NAV 估值简化为三部分,即一家开发商的 RNAV=归母净资产账面价值+开发物业重估+投资物业重估。

2.1 开发物业重估: 新项目优于老项目, 新货更多的开发商利润更高

对于开发物业的重估价值,从对归母净资产的贡献来看,我们认为可分为两部分:销售所带来的利润/亏损、存货跌价准备。这两部分对归母净资产的影响本质上是一体的,要么体现在结转(未来影响净资产),要么体现在减值(影响当期净资产),并且在结转确认收入后,将转销存货跌价准备。

对于销售所带来的利润/亏损,从销售的底层资产上来看,我们认为可分为四部分:已售未结、未售货值-期房、未售货值-现房、未售货值-土地。其中:

已售未结：利润已锁定，预计能贡献利润。已售出项目的销售利润已锁定，各家开发商普遍能够测算出前端销售利润率。且由于各家开发商多以新货销售为主，待后续结转，预计多数项目能够贡献利润。

未售货值-期房：预计多数能实现赢利，近几年新项目越多，利润率越高，贡献利润越大。房企以期房形式销售的项目一部分是2021年及之前的项目，仍在逐期缓慢开发，预计亏损；另一部分是近几年新获取的项目，利润率明显提升。因此近几年拿地较多的房企能用高毛利的新货稀释低老货的拖累，利润率修复更快。

未售货值-现房：若减值充分且房价不跌，则不影响利润，否则仍将形成较大亏损。拖到现房销售的项目大概率亏损，在房价持续承压的背景下，若减值充分，则现房售出后当期结转能够产生收入但不贡献利润/亏损，反之则造成结算亏损。

未售货值-土地：对于大多数开发商可算作零价值。当前大多数开发商拿到新土地后开发速度非常快，存货列示的大多数土地可能是闲置的，短期内不会开发投入，既无法贡献潜在利润/亏损。因此保守来看，对净资产贡献为零。

在土地部分，需要注意的是，招商蛇口旗下公司体内的前海土地由于土地性质、评估时间等原因，入账价值偏低，我们测算其前海土地调规后或可增值超百亿。

综上，开发物业重估价值=未售货值中期房价值+未售货值中现房价值+已售未结价值+存货跌价准备。

各部分价值=全口径货值*净利率*权益比例。在全口径货值的视角下，开发商只获取自己权益部分所占的利润，并表项目及非并表项目都包含在其中。

开发物业重估后，对华润置地、中国海外发展的增值最大。根本原因是各家开发商土储质量、土储规模相差较大，近几年新拿地项目的利润率及权益比例可能趋于上升，预计销售毛利率达到15%-20%，对应归母净利润率预计也有中高个位数。而2021年及之前的货龄长的项目（成本高、售价低）会持续拖累利润，直到历史包袱逐步出清。因此近几年拿地积极，聚焦核心城市核心区域，打造改善型产品的开发商可以通过贡献较多利润的新货，冲抵老货的拖累，综合起来实现一定利润，且新货占比越大，利润越高。

表2：重点房企开发物业重估价值测算（单位：亿元）

	保利发展	招商蛇口	滨江集团	中国海外发展	华润置地	绿城中国	越秀地产	建发国际	龙湖集团
未售+未结货值 潜在净利润对归母净资产的贡献	-577	178	106	321	238	57	-33	173	-231
存货跌价准备	114	79	56	36	136	102	46	74	35
物业销售对归母净资产的贡献	-463	256	162	357	373	160	13	247	-196

数据来源：Wind，各公司公告，各公司公开业绩材料，观点网，财通证券研究所 注：对于未披露存货跌价准备的企业，用2021-2025年累计减值拨备额替代

2.2 投资物业重估：多数投资物业入账价值偏高，公允价值或需折价

一方面受大市影响，当前环境下大部分写字楼、购物中心的出租率、租金水平仍面临压力；另一方面，部分房企在报表端所确认的投资物业账面价值较公允价值

可能相对偏高，在一定程度上增厚了净资产。因此我们需要根据当前市场情况，对各开发商的投资物业的公允价值进行重估。

我们参考 NOI / cap rate 方法来估算开发商投资物业的公允价值，具体步骤如下：

1、已知 2025 年各开发商投资物业的租金和管理费收入，在此基础上预测 2026 年的收入。

2、已知 2025 年各开发商投资物业业务的毛利率，参考其他可比项目如消费基础设施 REITs、商业不动产 REIT 申报材料披露的 NOI 利润率，再根据各开发商投资物业底层资产的结构及质量做一定调整，预测其 NOI 利润率。

3、Cap rate 一方面参考年报附注中披露的第三方机构对于各投资物业所采用的资本化率（若有），另一方面同样参考其他可比项目如消费基础设施 REITs、商业不动产 REIT 申报材料披露的 cap rate，再根据各开发商投资物业底层资产的结构及质量做一定调整，综合预测其所适用的 cap rate。

投资物业重估后，对华润置地归母净资产的增值最大。根本原因是各家开发商投资物业的底层资产差异较大，剔除项目定位及区位优势，投入产出效益依然相差较大，写字楼面临的压力较大，而运营表现好的购物中心内生增长动能强劲，利润能够持续增长。

表3: 重点房企投资物业重估测算（单位：亿元）

	保利发展	招商蛇口	滨江集团	中国海外发展	华润置地	绿城中国	越秀地产	建发国际	龙湖集团
2025A 投资物业租金和管理收入	64	72	11	72	236	13	5	1	142
2026E 投资物业租金和管理收入	62	72	11	72	259	13	4	1	146
2026E 投资物业的 NOI	28	39	6	36	169	7	2	1	88
目标 cap rate	8.0%	6.5%	6.0%	6.0%	5.5%	6.0%	8.0%	6.0%	5.5%
测算的投资物业公允价值	348	607	101	600	3065	118	23	10	1594
2025 年末投资物业账面价值	510	758	101	1,815	2,439	117	171	35	2,102
账面价值较公允价值的调整	-161	-151	0	-1215	627	0	-149	-25	-508
对归母净资产的贡献	-145	-136	0	-1094	502	0	-134	-22	-407

数据来源：Wind，财通证券研究所

2.3 静态 RNAV 估值结果：较市值平均折让 49%，越秀、金茂、绿城折让幅度较大

已知开发商的 RNAV=归母净资产账面价值+开发物业重估+投资物业重估。

我们将 2.1 开发物业重估结果、2.2 投资物业重估结果、2025 年年报披露的归母净资产加总后，得到各家开发商的 RNAV，再与其当前市值作对比，得到市值较 RNAV 的折价幅度。

当前开发商市值较 RNAV 结果普遍折让 25%-65%，平均折让 49%，港股开发商较 A 股开发商折让更多，越秀地产、绿城中国、龙湖集团、中国海外发展等折让幅度更大，对应更大的潜在修复空间。整体来看，当前开发商的 RNAV 与市值均有不小的折让，算术平均折让 49%，算术平均修复空间 105%，主要反映了在房价下降的背景下，市场预期原先测算能盈利的未售项目，其利润空间会进一步压降；原先测算就已亏损的低效未售项目，其亏损或减值会进一步扩大，因此未售资源会有相当程度的折价。

表4: 重点房企市值较静态 RNAV 的折让幅度

	保利发展	招商蛇口	滨江集团	中国海外发展	华润置地	绿城中国	越秀地产	建发国际	龙湖集团
①归母净资产	1919	977	295	3879	2895	352	548	421	1628
②开发物业重估	-463	256	162	357	373	160	13	247	-196
③投资物业重估	-145	-136	0	-1094	502	0	-134	-22	-407
RNAV=①+②+③	1310	1097	457	3142	3770	512	428	645	1025
总市值	691	795	323	1488	2192	196	153	308	485
市值较 RNAV 折让	-47%	-27%	-29%	-53%	-42%	-62%	-64%	-52%	-53%
市值修复到一倍静态 RNAV 的空间	90%	38%	41%	111%	72%	161%	179%	110%	111%

数据来源：Wind，财通证券研究所 注：截至 2026/5/29；港股上市公司的市值已转为人民币计价，下同

3 随房价调整的动态 RNAV：反转后修复空间更大，一线占比高且新货较多的开发商更受益

动态 RNAV 与静态 RNAV 的本质区别在于：市场对未来房价上涨/下跌预期发生变化，进而影响未售资源的价值。

自 2021 年下半年以来，国内房价已调整五年，站在当前时点，我们能够看到前端已出现一些积极的信号，如各地公积金新政持续加码后公积金贷款至少能覆盖一二线城市房贷的 50%以上，使得实际贷款利率与租金收益率趋近；核心城市成交淡季不淡，低总价房源开始企稳，有望向上和向外传导；人民币升值有望打开国内政策空间，并带来结汇资金流入。（详见我们于 4 月 21 日发布的报告《地产拐点系列研究一：主导本轮地产周期拐点，却被市场忽略的三大因素》）。

因此面向未来，我们假设国内房价出现温和复苏，且根据国内外房价修复路径的规律，核心城市将领涨。在乐观/中性/悲观三种情形下，假设一线城市房价涨幅分别为+8%/+5%/+3%，二线城市房价涨幅分别为+5%/+3%/+1%，三四线城市房价涨幅分别为+3%/+1%/+0%。

表5: 在三种情形下，假设各能级城市房价的上涨幅度

	一线	二线	三四线
乐观	8%	5%	3%
中性	5%	3%	1%
悲观	3%	1%	0%

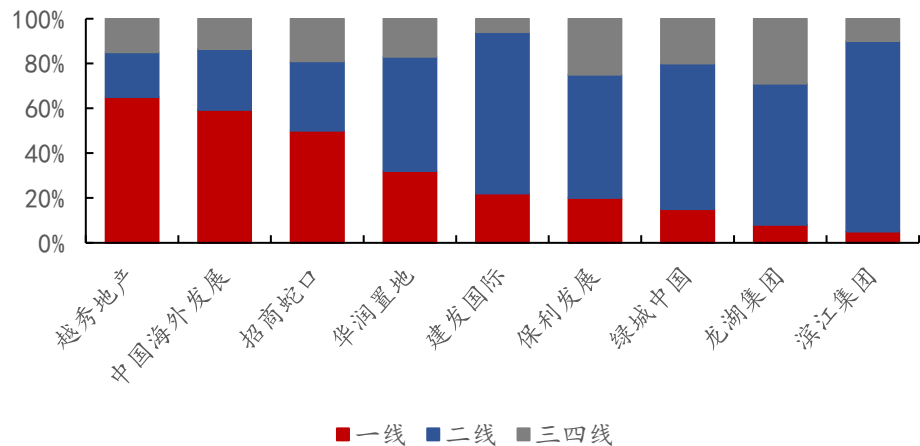
数据来源：Wind，财通证券研究所

在前文中，我们将房企销售的底层资产分为四部分：已售未结、未售货值-期房、未售货值-现房、未售货值-土地，并逐一解释当前各类资产的情况。在保守的视角下，若房价上涨，我们认为主要是带动目前在建的项目房价上涨，即直接增厚未售货值-期房的价值，土地、现房等老货可能无法受益。

考虑到数据的可得性，我们通常只能得到或估算出开发商全部未售货值在各城市能级的占比，无法拆分出其中现房、期房的部分。因此我们大致假设未售货值-期房在各城市能级的占比与全部未售货值的占比大致相同。

根据梳理及测算，一线城市货值占比最高的开发商是越秀地产、中国海外发展、招商蛇口。

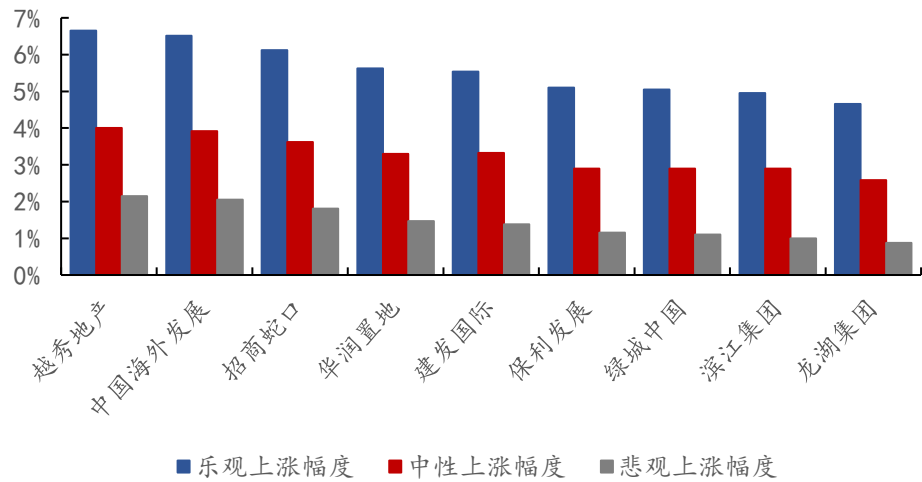
图6: 各公司土储货值分城市能级的占比预测



数据来源：Wind，各公司公告，各公司公开业绩材料，观点网，财通证券研究所

我们预计成本&费用相对刚性，不会随房价上升而变动，因此房价涨幅全部体现在货值上，并带动利润率上升。我们采取根据货值城市能级分布加权的算法，即未售货值加权涨幅=一线占比*一线房价涨幅+二线占比*二线房价涨幅+三四线占比*三四线房价涨幅。

在一线城市的房价涨幅最大的假设下，加权处理后，一线土储货值多的开发商更加受益，在乐观/中性/悲观假设下，未售货值加权涨幅最大的开发商仍是越秀地产、中国海外发展、招商蛇口。

图7: 三种情形下，各开发商未售货值的加权涨幅

数据来源: Wind, 财通证券研究所

在房价上涨的假设下，无论是乐观/中性/悲观三种情形，开发商市值较动态 RNAV 算术平均折让都达到 50%，算术平均修复空间都超过 110%。

综合看，越秀地产、保利发展、建发国际集团的动态 RNAV 较静态 RNAV 的涨幅更大。越秀地产、绿城中国、建发国际集团的动态 RNAV 较市值折让更多。

在乐观情形下，因为各能级城市的房价都有上升，整体货值量大的开发商亦能普遍受益，动态 RNAV 较静态 RNAV 弹性更大的开发商是越秀地产、保利发展、建发国际集团、招商蛇口等。从市值较动态 RNAV 的折让来看，潜在修复空间更大的是越秀地产、绿城中国、建发国际集团、中国海外发展等。

在中性/悲观情形下，由于二三四线城市的房价仅有小幅上涨，一线城市的房价涨幅有一定涨幅，加权处理后，此时一线土储货值规模相对大的开发商更占优，动态 RNAV 较静态 RNAV 弹性更大的开发商是越秀地产、保利发展、建发国际集团等。从市值较动态 RNAV 的折让来看，潜在修复空间更大的仍是越秀地产、绿城中国、建发国际集团、中国海外发展等。

表6: 经房价上涨调整后, 重点房动态 RNAV 测算及对应弹性

		保利发展	招商蛇口	滨江集团	中海外	华润置地	绿城中国	越秀地产	建发国际	龙湖集团
动态开发物业重估	乐观	-295	368	194	577	506	202	113	321	-184
	中性	-368	322	181	489	451	184	73	291	-190
	悲观	-425	289	169	426	408	169	46	265	-194
RNAV	乐观	1479	1208	489	3362	3903	555	528	720	1037
	中性	1406	1162	476	3275	3848	536	488	690	1032
	悲观	1348	1129	463	3212	3805	521	460	664	1027
动态 RNAV 较静态 RNAV 的弹性	乐观	13%	10%	7%	7%	4%	8%	23%	12%	1%
	中性	7%	6%	4%	4%	2%	5%	14%	7%	1%
	悲观	3%	3%	1%	2%	1%	2%	8%	3%	0%
市值较动态 RNAV 折让	乐观	-53%	-34%	-34%	-56%	-44%	-65%	-71%	-57%	-53%
	中性	-51%	-32%	-32%	-55%	-43%	-63%	-69%	-55%	-53%
	悲观	-49%	-30%	-30%	-54%	-42%	-62%	-67%	-54%	-53%
市值修复到一倍动态 RNAV 的空间	乐观	114%	52%	51%	126%	78%	183%	245%	134%	114%
	中性	104%	46%	47%	120%	76%	174%	219%	124%	113%
	悲观	95%	42%	43%	116%	74%	166%	200%	116%	112%

数据来源: Wind, 财通证券研究所 注: 截至 2026/5/29; 暂不考虑招商蛇口前海土地进一步增值

4 投资建议

无论是 PB 估值法还是 NAV 估值法, 本质上都是对开发商投资物业、开发物业质量的定价。除了华润置地、龙湖集团等成熟的商业地产玩家, 投资物业在大多数开发商账面的规模都不算大, 且短期内市场环境、经营情况可能不会有太大的变化, 即估值相对稳定。而随着上海等核心城市的成交数据向好, 房价拐点可能渐行渐近, 开发商胜率和赔率的胜负手在于开发物业能够贡献多少潜在利润。

开发商土储的结构和质量直接决定销售和利润, 近年来拿地较多、布局高能级城市, 且历史包袱较轻、减值计提较充分的房企有望率先修复业绩和估值, 市场企稳后, 向上的空间更大。综合考虑各家公司报表质量、经营情况、绝对和相对估值方法后, 推荐: 越秀地产、绿城中国、建发国际集团、中国海外发展、龙湖集团。

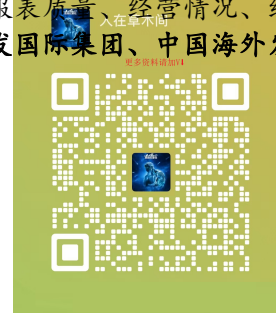


表7: 各类估算及调整后，开发商修复空间前五名汇总

	PB修复到五年PB的70%		PB修复到十年PB的70%		市值修复到静态NAV的100%		市值修复到动态NAV的100%(中性)	
	企业	空间	企业	空间	企业	空间	企业	空间
1	保利发展	177%	建发国际	317%	越秀地产	179%	越秀地产	219%
2	建发国际	132%	保利发展	307%	绿城中国	161%	绿城中国	174%
3	越秀地产	93%	招商蛇口	172%	龙湖集团	111%	建发国际	124%
4	中国金茂	51%	中国海外发展	161%	中国海外发展	111%	中国海外发展	120%
5	招商蛇口	39%	中国金茂	118%	建发国际	110%	龙湖集团	113%

数据来源：Wind，财通证券研究所 注：截至 2026/5/29

5 风险提示

政策出台进度及力度不及预期：当前政策正自上而下持续落地，重点城市的楼市热度逐步复苏，若后续政策无法接续或政策力度不及预期，楼市热度可能无法维持，或不利于市场信心的持续修复。

宽松政策对市场提振效果不佳：2024 年 9 月以来中央政策不断加码，若政策利好对楼市的提振效果不及预期，则难以提振市场信心，或将拖累市场修复进程。

房企出现债务违约：若在宽松政策出台期间，房企出现债务违约，将对市场信心产生更大的冲击。

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

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。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

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。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。