下载日志已记录，仅供内部参考

国泰海通证券 GUOTAI HAITONG SECURITIES

证券研究报告

国泰海通培训体系

房地产行业、公司研究方法交流

2026/ 06 / 17/

行业评级：增持

姓名：涂力磊（分析师）
邮箱：tulilei@gtht.com
电话：13916655863
登记编号：S0880525040101

下载日志已记录，仅供内部参考

目录 / CONTENTS

01 行业研究的基本框架

02 行业分析架构

03 公司分析框架

04 房地产投资逻辑

05 风险提示

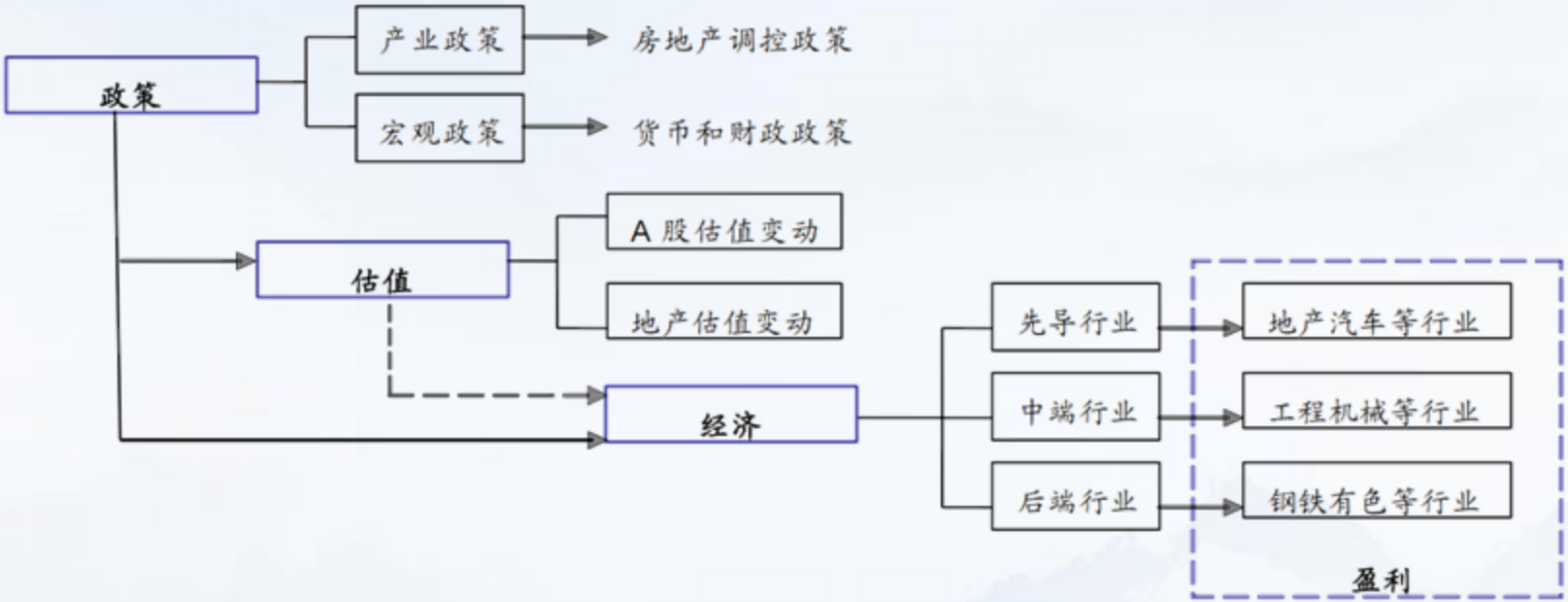
下载日志已记录，仅供内部参考

01 行业研究的基本框架

下载日志已记录，仅供内部参考

01 行业研究的基本框架

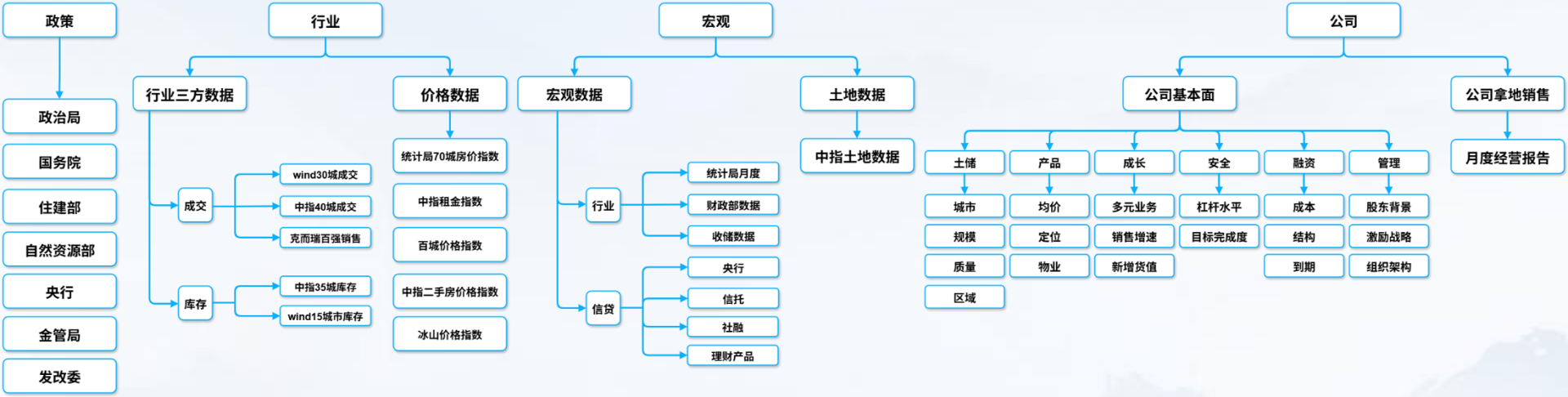
图：地产投资判断的四维逻辑：政策、估值、经济、盈利



资料来源：国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

01 行业研究的基本框架



资料来源：国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

01 行业研究的基本框架

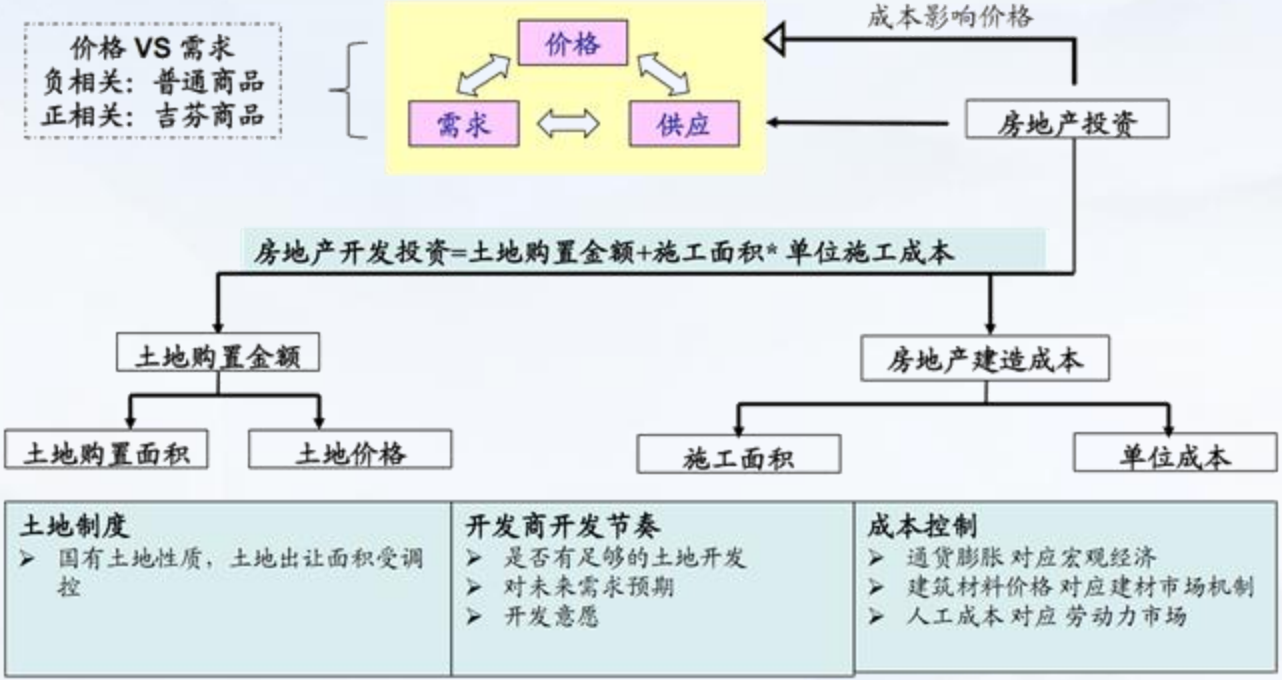
	政策	政治局、国务院、住建部、自然资源部、央行、金管局、发改委
行业	**行业三方数据**	
行业	**价格数据**	统计局70城房价指数、中指租金指数、百城价格指数、中指二手房价格指数、冰山价格指数
宏观	**宏观数据**	**行业**：统计局月度、财政部数据、收储数据 **信贷**：央行、信托、社融、理财产品
宏观	**土地数据**	中指土地数据
公司	**公司拿地销售**	月度经营报告
公司	**公司基本面**	**土储**：城市、规模、质量、区域；**产品**：均价、定位、物业；**成长**：**多元业务**、销售增速、新增货值；**安全**：杠杆水平、目标完成度；**融资**：成本、结构、到期；**管理**：股东背景、激励战略、组织架构

资料来源：国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

01 行业研究的基本框架

图：房地产开发投资分析框架简易图



资料来源：国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

02 行业分析架构

下载日志已记录，仅供内部参考

02 行业分析架构

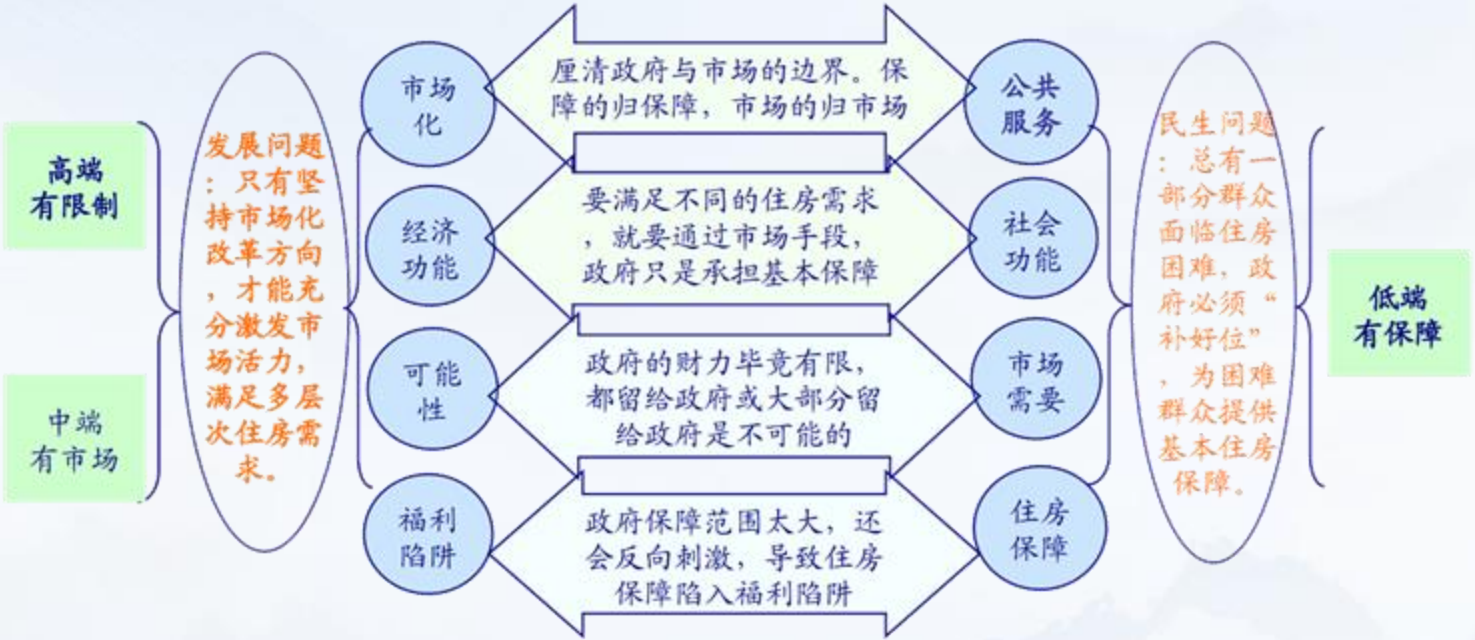
政策分析

- 宏观政策
- 地产产业政策

下载日志已记录，仅供内部参考

02 行业分析架构

图：房地产需求侧政策

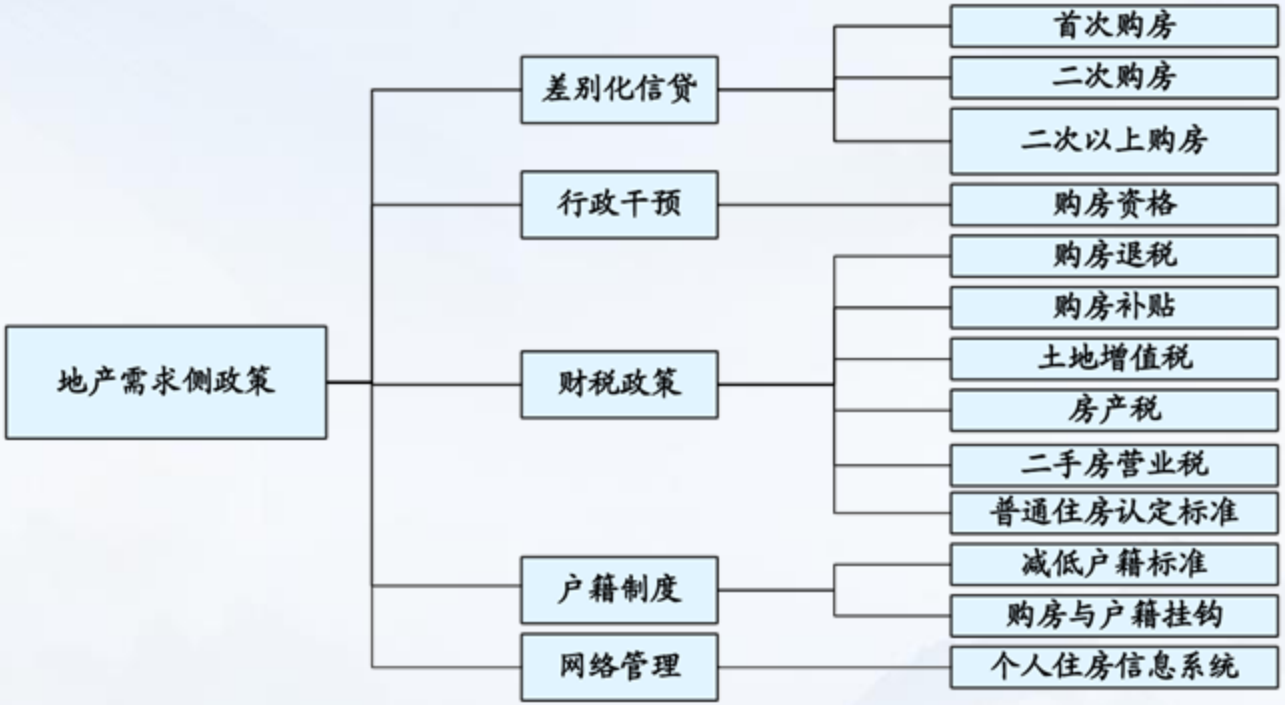


资料来源：《习近平在中共中央政治局第十次集体学习时强调 加快推进住房保障和供应体系建设 不断实现全体人民住有所居的目标》，国泰海通证券研究
https://www.gov.cn/ldhd/2013-10/30/content_2518111.htm

下载日志已记录，仅供内部参考

02 行业分析架构

图：房地产需求侧政策

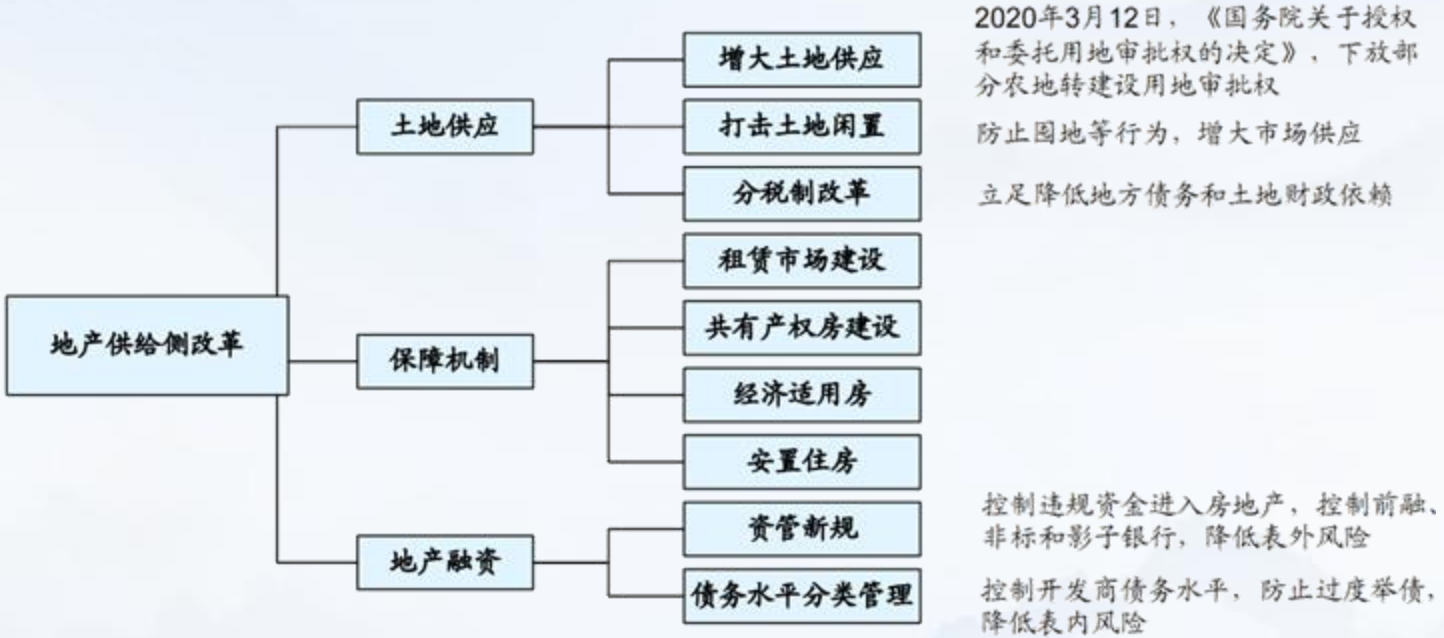


资料来源：国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

02 行业分析架构

图：房地产供给侧政策



资料来源：新华网，国泰海通证券研究

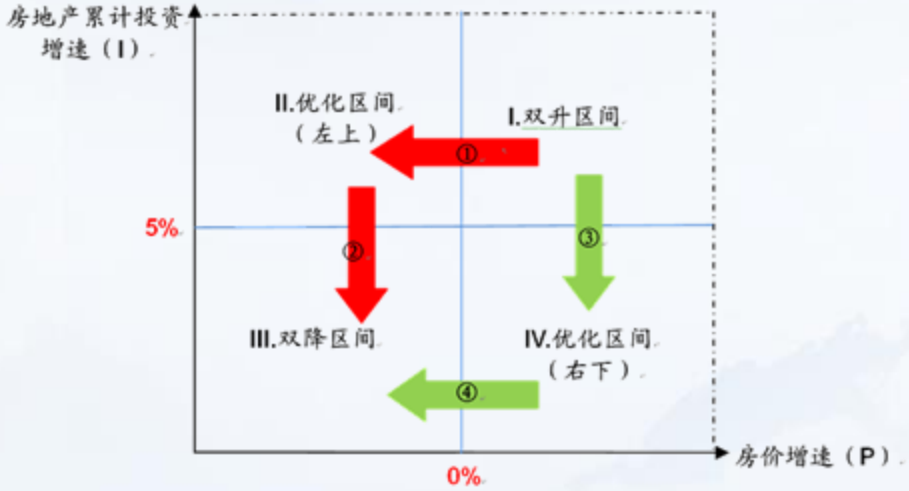
下载日志已记录，仅供内部参考

02 行业分析架构

国泰海通地产四象限分析方法

需求侧调控从市场端会表现为从“I.双升区间”至“IV.优化区间（右下）”至“III.双降区间”（图中路径1到路径2，现降房价后降投资增速）。

供给侧调控从市场端会表现为从“I.双升区间”至“II.优化区间（左上）”至“III.双降区间”（图中路径3到路径4，先降低地产投资再因为经济下行带来地产需求和房价下行）。



资料来源：国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

02 行业分析架构

供给侧改革与需求侧改革最大差异在于，供给侧改革的结果不会带来高库存。后续市场不存在因为高库存倒逼政府放弃前期政策方向。

但供给侧改革对投资增速压降过程比需求侧快。如果推动速度过快，容易造成对经济整体的负面冲击。

	区间变化	调控路径	过程变化	调控后库存变化	政策宽松路径	效果	企业战略
需求侧调控	“Ⅰ.双升区间”至“Ⅳ.优化区间（右下）”至“Ⅲ.双降区间”	从【1】到【2】	先压缩居民杠杆，造成购买力下降；开发商供给侧由于受限制不大，产能不受影响，甚至部分企业选择逆周期扩产能，最终造成大量库存，企业投资顺势下降。	高库存	继续放宽需求侧，化解高库存	需求侧宽松带来房价继续上涨压力	长期持续加杠杆、快周转
供给侧调控	“Ⅰ.双升区间”至“Ⅱ.优化区间（左上）”至“Ⅲ.双降区间”	从【3】到【4】	先压缩企业杠杆，造成产能下降，房地产投资快速下降。在地产投资下降后降级影响居民收入预期，带来需求侧后期同向下降	低库存	推动行业兼并收购，保障合理投资；同时，稳定合理需求，而不是大幅刺激需求，防止后期供给不足	行业高位震荡，由于供给始终不会放大，行业不会出现长期冰冻	缩表后需求财务稳定性

资料来源：国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

02 行业分析架构

估值分析

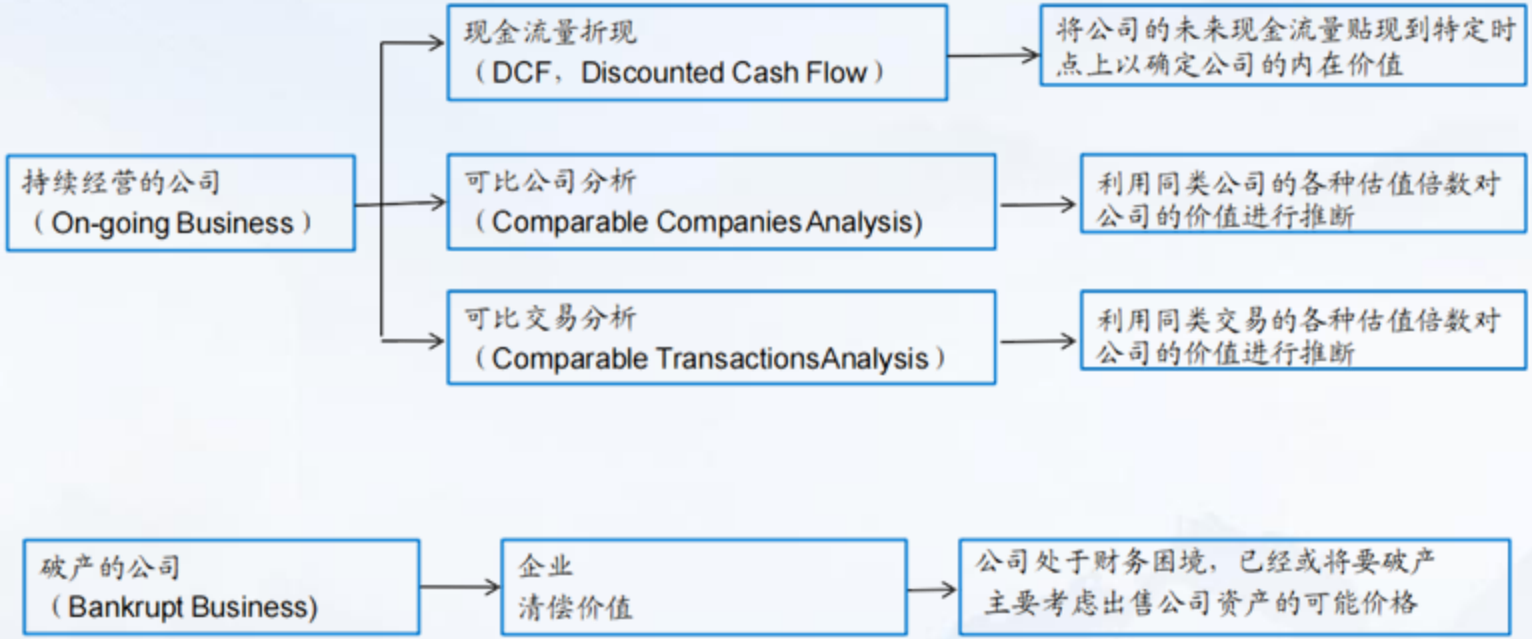
- 行业自身历史估值
- 行业间估值比较

下载日志已记录，仅供内部参考

03 公司分析框架

下载日志已记录，仅供内部参考

03 对上市公司进行估值的主要方法



资料来源：国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

03 对上市公司进行估值的主要方法

由于各企业情况不尽相同，复杂程度不一，因此决定企业整体价值的因素较多，但是无论买方还是卖方，都是基于对企业现有资产获利能力的认同，也就是说，人们更关注的不仅仅是企业现有的资产状况，更多的是基于现有资产的未来利润。因此企业整体价值的评估不应是某几项资产简单的相加，而是一种对企业资产综合体的整体性、动态的价值评估。实践中，公司估值的常见方法有重置成本法、比较价值法和净现金流折现法。

表：地产投资主要方法

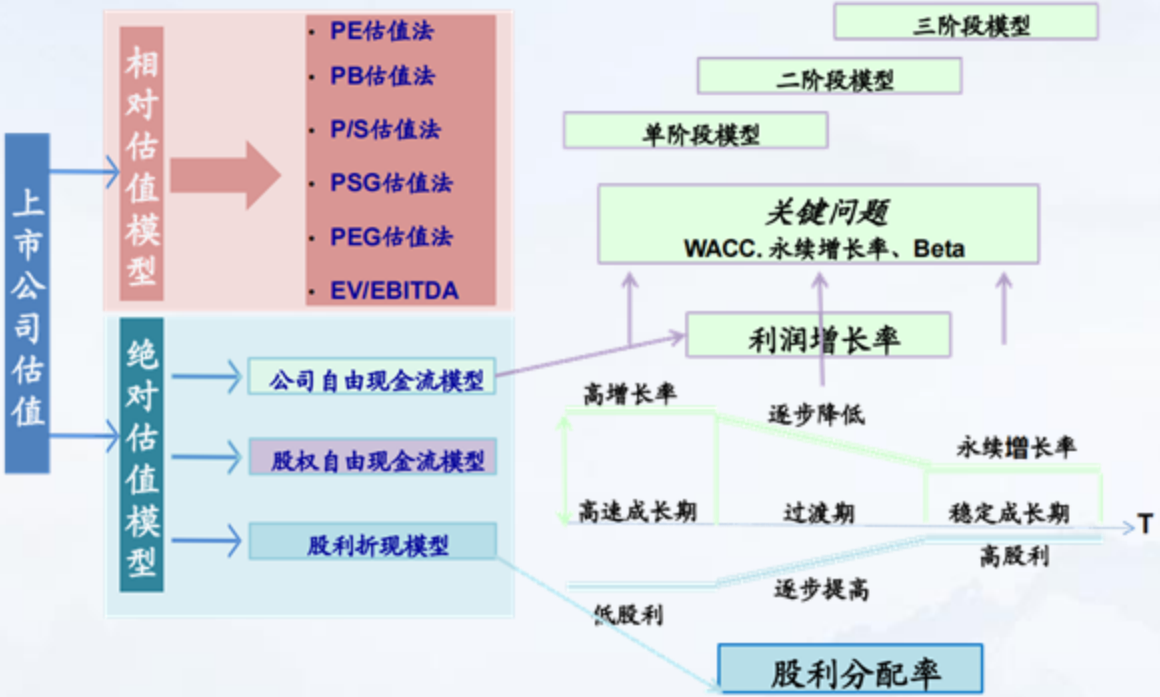
重置成本法	➢重置成本法是目前国家评估准则和规范中最受推崇的方法之一，它是以资产负债表为价值评估和判断的基础，按资产的成本构成，以现行市价为标准来评估企业的整体价值。 ➢其基本思路是一项资产的价格不应高于重新建造的具有相同功能的资产的成本，否则买方将会选择后者。 ➢ 重置成本法是一种静态的评估方法。
比较价值法	➢比较价值法的理论基础是类似的资产应该有类似的价值，根据选择的对比指标不同得出股权价值或者企业价值，例如，以市盈率P/E、市净率P/B为可比参数所得出的结果直接是股权价值；以EV/EBIT、EV/EBITDA为可比参数所得出的结果是企业价值。 ➢可选择的对比对象可以是行业竞争对手，但选择的对比公司与目标公司的可比程度越高，则公司估值越准确。
净现金流折现法	➢净现金流折现法（简称净现值法）是着眼于企业未来的经营业绩，通过估算企业未来的预期收益并以适当的折现率（WACC）折算成现值，借以确立企业价值的方法。 ➢该方法以企业过去的历史经营情况为基础，考虑到企业所在的行业前景、未来的投入和产出、企业自身资源和能力、各类风险和货币的时间价值等因素进行预测，被认为是最为科学的企业价值评估方法。

资料来源：国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

03 对上市公司进行估值的主要方法

图：上市公司估值模型



资料来源：国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

03 对上市公司进行估值的主要方法

净资产值估值法（NAV）是国际上较为通用的房地产企业资产评估计算方法，其基本方法是通过对房地产公司项目进行现金流折现后计算出其净资产值，然后折算出每股净资产值，与股票价格相比较。我们对房地产公司进行NAV（净资产值 估值法）价值计算，基于以下两方面原因：

- 房地产公司的最大特点是以项目为基础，项目开发的周期较长导致房地产公司短时期业绩波动较大，以项目为基础的业绩并不具有连续性，历史业绩与未来收益之间也并没有十分必然的联系，因此通常所用市盈率等方法对公司的未来价值的判断有所欠缺。

- 由于土地作为房地产开发类公司最重要的原材料，土地储备量和储备成本将是决定公司未来盈利情况的重要因素，而按普通的估值方法，土地储备的价值和在建项目的价值没有被完全反应出来，通过净资产值的计算能够把在建项目价值和土地价值通过现金流折现方式体现出来。从这个角度来说，NAV估值在一个未来预期较好的市场状态下更有意义。

下载日志已记录，仅供内部参考

03 对上市公司进行估值的主要方法

净资产值的估值逻辑是对企业所拥有的在建物业、土地及投资型物业资产按照各项目开发销售流程进行现金流模拟，然后按一定折现率折现，最后按公司所占各项目权益计算出项目汇总价值，再减掉（加上）公司的净负债（净现金），然后得到公司的净资产值（NAV）。我们分别按照不同类型的物业进行细化分析：

➢纯开发类公司：其净资产值主要是开发项目，其盈利与净资产值基本对等，盈利能力越高对净资产值的折让越小；

表：房地产公司NAV估值

项目	权益	规划建筑面积（平）	预期售价（元/平）	总收入（万元）	未开发面积（平）	计划竣工时间	现金流出/入（万元）	单价（元）	合计（万元）	2005	2006	2007
										0.4	0.4	0.2
							土地费用	(2,100)	(30,240)			
							建安费用及其他	(2,500)	(40,000)	(20,000)	(16,000)	
							销售收入	8,193	117,986	47,194	47,194	23,597
项目A	100%	160,000	8,000	115,200	144,000	Dec-06	主营业务税金及附加	(455)	(6,548)	(2,619)	(2,619)	(1,310)
							销售费用	(410)	(5,899)	(2,360)	(2,360)	(1,180)
							管理费用	(244)	(3,512)	(1,405)	(1,405)	(702)
							财务费用	(299)	(4,299)	(1,720)	(1,720)	(860)
							所得税	(630)	(9,071)	(3,628)	(3,628)	(1,814)
					16.0%	(30,240)		1,557	18,416	15,462	19,462	(16,509)
							45,417			15,462	16,778	13,177

资料来源：国泰海通证券研究

请参阅附注免责声明

下载日志已记录，仅供内部参考

03 对上市公司进行估值的主要方法

- 折现率：WACC（加权平均资本成本）=债务融资成本*（债务市值/（债务市值+权益市值））*（1-所得税税率）+权益融资成本*（1-（债务市值/（债务市值+权益市值））

- 理论中对于债务市值/（债务市值+权益市值）中各项均取市值，但实践中一般取历史资产负债率或者目标资产负债率

- 房地产企业债务融资成本=短期营运贷款融资成本*（营运贷款/总贷款）+建设贷款融资成本*（1- 营运贷款/总贷款）

- 权益融资成本通过CAPM方法获得，

（1）无风险利率：采用十年期长期国债利率

（2）市场风险溢价：目前一般采用8.0%-12.0%

（3）β系数：反映的是某个股票的收益与整个市场的收益相比，所具有的不 稳定程度。如果 某公司β系数为1.5X，那么股票市场的总体收益率增加10%， 该公司预期收益率就会增加15%；反之，如果股票市场总体收益率减少 10%，该公司预期收益率就会减少15%。（续）

下载日志已记录，仅供内部参考

03 对上市公司进行估值的主要方法

（续）房地产企业和金融企业一般为高风险、高收益行业，其β系数一般较高。

实践做法：

a、一般做法为从Wind或Bloomberg上获取行业非杠杆β系数，利用公司的目标资本结构对其进行杠杆化，即杠杆化β系数=行业非杠杆β系数*（1+（债务/股权）*（1-所得税税率））

b、或者选取与公司目标资本结构相似公司的杠杆化β系数，取其平均值

- 根据前述步骤，获得净现金流以及折现率后，折现获得各项目公司的企业价值，以项目公司的企业价值扣减（加上）净债务（净现金）后，获得该项目公司净资产价值。

下载日志已记录，仅供内部参考

03 对上市公司进行估值的主要方法

- 资本化率（Cap Rate）=年净营业收入/市场价值

资本化率获取：房地产市场十分发达的国家和地区，有许多专业的中介机构从事统计不同区域不同物业类型资本化率的计算，因此资本化率是十分容易取得的市场统计数据，例如美国各地区资本化率数据可以通过National Association of Real Estate Investment Trust，Cap Rate Net等网站获取。国内多取8%。

- 年净营业收入=年营业收入–营业费用
- 年营业收入=单位平米年租金*可出租面积*出租率
- 营业费用：投资型物业的经营费用指为确保该物业的正常运营及具有持续经营能力的费用支出，但利息支出、折旧以及资本性支出不包含在经营费用内。

（1）一般来说，投资型物业需要贷款是为了建设该物业，而不是经营该物业，因此利息支出不包含在营业费用内。

（2）日常供电、供水、维修和维护等属于营业费用，但是增加附属建筑或者翻新属于资本性支出。

下载日志已记录，仅供内部参考

03 对上市公司进行估值的主要方法

- 酒店市场价值=（年净营业收入/资本化率）-尚需花费的建安成本及土地成本

  如果是已完工处于运营状态的酒店物业，尚需花费的建安成本及土地成本可能为零。

- 年净营业收入=年营业收入–营业费用=每晚房价*房间数*365天*目标入住率–营业费用

  =每晚房价*房间数*365天*目标入住率*目标经营利润率

- 目标经营利润率：根据项目自身历史数据获得或者参照可比较物的经营利润率获得，一般酒店的经营利润率为45%-60%左右

经营利润率=1–客房营运费用/营业收入-管理费用/营业收入–营业税率及附加–城镇房地产税率

（1）客房营运费用/营业收入约为15%-20%；（2）管理费用/营业收入约为7%-9%；

（3）营业税率及附加：5.5%；（4）城镇房地产税率：12%

- 酒店资本化率：由于国内房地产市场并不是非常发达，查找不同地区不同星级酒店的资本化率非常困难，同时酒店整体出售成交的可比案例很少，因此获取酒店资本化率非常困难。

  行业惯例：4星、5星酒店一般采用5.5%-6%作为资本化率。

- 附：酒店物业的看法：酒店一般都是现金杀手，关键在于聚焦人气

下载日志已记录，仅供内部参考

03 对上市公司进行估值的主要方法

- 其它投资型物业市场价值=（年净营业收入/资本化率）-尚需花费的建安成本及土地成本

  如果是已完工处于运营状态的投资型物业，尚需花费的建安成本及土地成本可能为零。
- 年净营业收入=年营业收入–营业费用=单位平米月租金*可供出租建筑面积*出租率*12–营业费用
- 资本化率：如前所述，发达市场对于资本化率有非常专业的统计，但国内市场此类信息尚不完善， 因此可以用以【（周边可比较物的单位平米月租金*12）/周边可比较物的单位平米成交价格】作为资本化率的替代
- 综上，实践中一般采用通过周边可比较物来获得资本化率，然后通过如下公式获得投资型物业的市 场价值：即 市场价值=（单位平米月租金*12/资本化率）*可出租建筑面积

注意：

a、如果该物业为成熟期物业，则直接利用目标物业自身的单位平米月租金获取该物业市场价值；

b、如果该物业属尚未成熟物业或者在建、拟建物业，则利用可比物业单位平米月租金。

下载日志已记录，仅供内部参考

03 损益表的估算

- 收入确认原则：房屋完工并验收合格、签订了销售合同、取得了买方付款证明并交付使用
- 收入=价格*可售建筑面积*当年交房%
- 成本确认原则：匹配原则
- 建安成本=土地成本+建筑成本+资本化利息

  =（单位土地成本+单位建筑成本+单位资本化利息）*可售建筑面积*当年交房%
- 土地增值税：

  （1）利用IF函数根据土地增值税征收原则编辑公式，获得单位土地增税

  （2）土地增值税=单位土地增值税*可售建筑面积*当年交房%
- 营业税及附加=营业税税率*收入

  期间费用=销售费用+管理费用+其他费用=收入*（销售费用/收入+管理费用/收入+其它费用/收入）
- 所得税=所得税税率*(收入–建安成本–土地增值税–营业税及附加–期间费用)

下载日志已记录，仅供内部参考

03 估值方法小结

- NAV法计算出企业的净资产值，通过对相关指标进行敏感性分析，得出股权价值的有效范围。
市场较好的时候，以NAV为基础，看其增长潜力给予一定的溢价；
市场较弱或不确定性较大的时候，对地产公司估值将更多的考虑其抗风险能力，应对其NAV给予一定的折让。

- 针对不同物业类型的公司，选择适当的P/E进行估值，得出股权价值的有效范围。

- 考虑P/E法与NAV法的相关性及不同物业类型的平衡制约性，最终确定合理的股权价值。

下载日志已记录，仅供内部参考

03 如何选股

- 地产的同质性，本质上不可能有超越行业的个股
- 现金流和资源的平衡
- 融资的周期和节奏
- 拿地的方式和成本
- 产品和销售能力
- 管理层的激励
- 人才的布局和培养
- 区域的布局
- 投资者关系的水平
- 企业的股东结构

下载日志已记录，仅供内部参考

03 如何使用估值方法

- 定量分析
- PE
- RNAV
- PB
- P/S
- DCF
- 定性分析
- 行业特征
- 业务模式
- 经济走势

下载日志已记录，仅供内部参考

04 房地产投资逻辑

下载日志已记录，仅供内部参考

04 房地产投资逻辑

PE与EPS组合变动关系决定投资收益最终结果



资料来源：国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

04 房地产投资逻辑

PE与EPS组合表

PE（未来预期）	EPS	关注点
↑	↑	产业政策和宏观政策是否持续支持
	→	产业政策转变但基本面未体现
	↓	主题投资行情，观察业绩趋势
→	↑	是否是行业基本面顶点
	→	分红能力和行业也比较
	↓	基本面转差
↓	↑	是否是行业基本面顶点，通常无超额收益
	→	基本面是否会转差
	↓	产业政策和宏观政策是否有转向可能

资料来源：国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

04 房地产投资逻辑

PE与EPS组合分析框架不适合住宅以外子产业链，其他子产业链更适合投资时钟分析

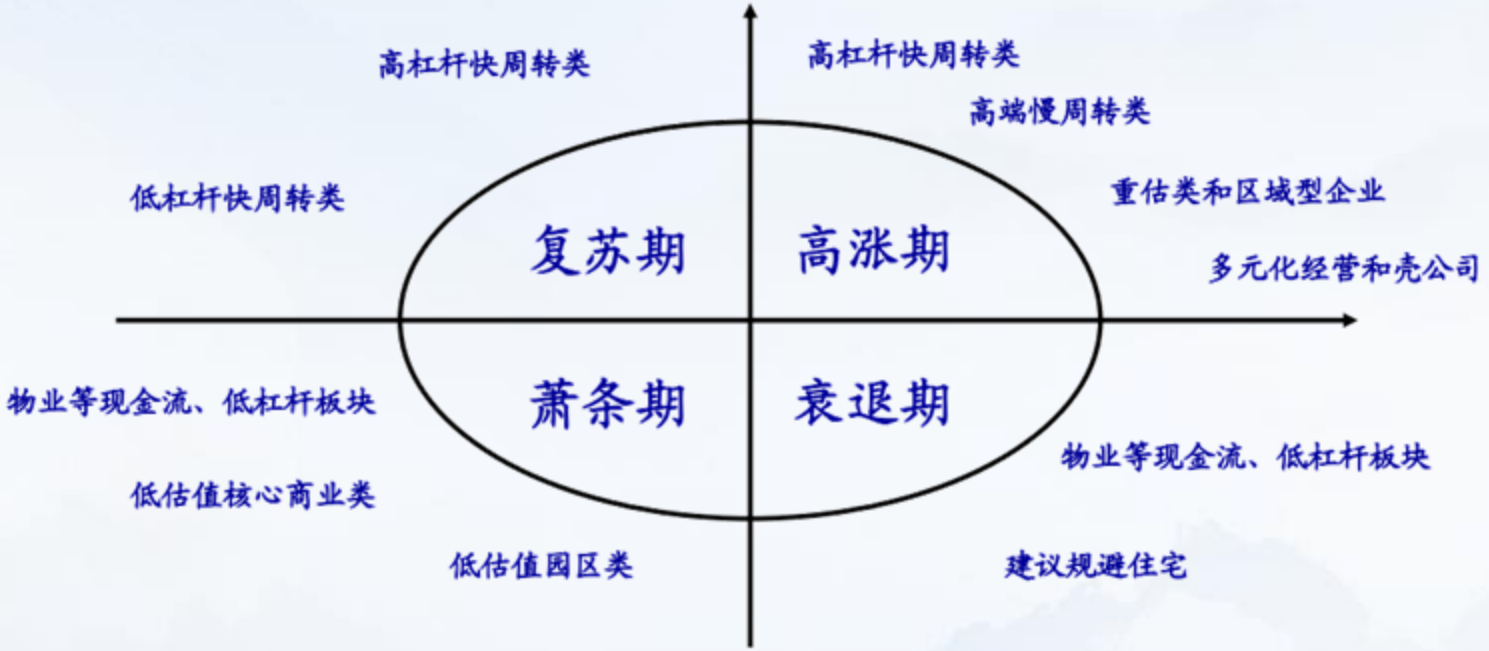


资料来源：国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

04 房地产投资逻辑

房地产投资时钟



资料来源：国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

05 风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

05 风险提示

估值模型内假设对测算值有较大影响

使用单一估值方法可能导致以偏概全

本报告不涉及投资建议

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

分析师声明

作者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，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，本报告清晰准确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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）授权客户使用。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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，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。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的12个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。

评级		说明
股票投资评级	增持	相对沪深300指数涨幅10%以上
	谨慎增持	相对沪深300指数涨幅介于5%～10%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深300指数下跌5%以上
	无评级	对于个股未来市场表现与基准指数相比无明确观点
行业投资评级	增持	明显强于沪深300指数
	中性	基本与沪深300指数持平
	减持	明显弱于沪深300指数

国泰海通证券研究所

地址：上海市黄浦区中山南路888号
邮编：200011
电话：（021）38676666
E-mail：research@gtht.com

下载日志已记录，仅供内部参考

