

动态报告/公司快评

房地产

房地产开发

国信 2010 年中期投资论坛万科 谨慎推荐
A 与投资者交流会议纪要

(维持评级)

2010 年 6 月 21 日

短期将灵活应对调控,长期则关注明后年可能出现的
供应不足

分析师: 方焱 fangyan@guosen.com.cn 0755-82130648 SAC 执业证书编号: S0980206110188
分析师: 区瑞明 ourm@guosen.com.cn 0755-82130678 SAC 执业证书编号: S0980210040014
联系人: 黄道立 huangdl@guosen.com.cn 0755-82133397

事项:

6 月 11 日, 国信 2010 年中期投资论坛房地产上市公司万科投资者交流会会议纪要如下:

纪要:

一、公司最新动态

■ 公司已售未结资源丰富, 项目分布合理

截止 2010 年 3 月 31 日, 公司拥有已售未结面积 433.3 万平方米、金额 458.4 亿元, 其中已售未结金额在环渤海、长三角、珠三角以及中西部的分布分别为 30%、27%、27%和 16%。09 年新增项目资源合计权益建筑面积 1036 万平方米; 2010 年第一季度新增项目权益规划建筑面积 526.7 万平方米。截至一季度末, 公司未开发土地权益规划项目建筑面积合计 2858 万平方米, 项目主要分布在珠三角地区, 该区域项目占比 32.9%, 长三角、环渤海及中西部地区分别占比 26.8%、24.1%16.2%, 项目区域分布合理。

■ 万科 5 月份销售状况优于市场, 公司产品结构合理, 认购率高

1-5 月份公司实现销售面积 234.5 万平方米, 较上年同期减少 16.8%; 实现销售金额 280.0 亿元, 较上年同期增长 17.2%。5 月份单月, 公司销售金额同比下降 20%, 环比下降 30%。与市场销量平均 60%的下滑幅度相比, 公司销售状况要优于市场, 其主要原因是万科产品结构中 90 平方米以下的房子占比较大, 是全行业最高水平。今年前 5 个月, 公司销售的 90 平方米以下的房屋占比接近 60%, 180 平米以上的高端房仅占 4%左右。此次调控政策对首次置业的中小户型商品房影响不大, 该部分仍属于被保护的范畴。

公司 5 月份销售速度(新推盘的单月认购率)并未下降。从前 5 个月, 各月新盘单月认购率情况看, 3 月份最高, 超过 70%, 1 月、2 月和 4 月基本维持在 50%-60%之间, 5 月份为 61%, 在前 5 个月中位居第二。这也说明了公司销售业绩下滑主要是推盘数量的减少所致, 新房认购率仍维持在较为健康的水平。

二、政策市场判断及应对策略

■ 目前楼市虽冷，但批售比仍较健康，且房价下跌主要是结构性因素造成

楼市 415 新政之后重点城市新房成交快速下滑，万科跟踪 14 个城市 5 月份新房成交额合计达到 569 亿，接近 08 年 556 亿的月均成交水平；与上月相比，环比下滑 59%，其中杭州、苏州环比下滑幅度超过 80%，北京、上海的下滑幅度也在 60% 以上。从影响成交金额的面积和均价两方面因素看，5 月份 14 个重点城市合计成交面积环比下滑 48%，成交均价环比下滑 20%。均价下跌 20% 主要是成交结构性因素所致，新政之后高端住宅销量下滑幅度较大，使得市场成交中主要以中小户型为主，从而导致均价的下降。

从反应市场供求状况的成交批售比（成交批售比=三个月市场销量移动平均/本月批准预售量，该比例如果大于 1 说明市场需求大于供给，存货减少；如果小于 1，说明市场供应大于需求，存货积压）的变化可以看出，5 月份市场供求状况基本平衡，成交批售比为 1.04，位于 09 年全年平均 1.5 与 08 年全年平均 0.6 的水平之间。今年 1 季度市场平均成交批售比约为 1.2，5 月份新政出台后，该数值下降幅度约为 13%，远小于销量的下滑幅度。这说明 5 月份销量骤减除了市场成交趋缓、销售速度下降的原因外，还有市场推盘量大幅减少的原因，而且从二者数值上的差异上可以看出，推盘量减少的影响程度要更大一些。

■ 调控使购房人资金趋紧，5 月份一次性付款比例大幅上升

楼市新政出台，打压投资投机性需求的同时也错杀了部分刚性和改善性需求。在“认房又认贷”的信贷管制之下，5 月份一次性付款比例大幅度上升，由前 4 个月平均 20% 左右的水平上升至 33%，甚至超过 08 年全年 27% 的平均水平，由此可以看出新政对房贷市场的影响十分显著。

■ 价格出现适当调整对开发商来说是个利好

预期未来房价将出现调整，但调整幅度有限，对于去年下半年未拿高价地的开发商来说，房价的小幅调整不足为惧。房价的回调对开发商来说是个利好。因为开发商在房屋和土地之间不断置换的运营模式使其总是希望以低价拿地，高价卖房，从中赚取利润。而在房价快速上涨的市场环境下，地价的涨幅往往大于房价的涨幅，当达到“面粉贵于面包”的时候，开发商在“置换”的过程中很难维持原有的利润，甚至出现亏损。若房价出现调整，市场预期悲观，地价的调整幅度将大于房价，因此开发商在房价下跌时期的“置换”将比在房价上涨期的显得更加有利可图。

■ 警惕 2011 和 2012 年市场可能再次出现的供应不足

从资金来源情况上看，美国前 5 大房地产公司资金来源中有 40% 来自债务融资，且平均年限在 7 至 10 年，因此他们的资金来源和行业景气情况的相关性不大。但是中国的房地产开发企业缺乏长期稳定的融资渠道，其资金来源 40% 多来自销售回款，20% 左右是银行贷款，这两项就占了总资金来源的 60% 左右。而销售回款和银行贷款与行业景气高度相关，这使得房地产行业的资金来源与行业景气度存在严重的共振现象。市场景气度低时，开发商资金面趋紧，施工放缓，市场供应下降，等到行业景气回升，市场正好处在供应低谷，供求不平衡使得房价飙升，而与此同时，开发商资金面也逐渐宽裕，疯狂抢地扩张，土地价格也随之高涨；此时政府为维持市场稳定不得不出手干预，于是市场又进入下一个循环。所以资金状况和行业景气度的共振现象是中国房地产行业高度不稳定性的根源。因此我们有必要对 2011 年和 2012 年的供应状况保持警惕。今年调控政策出台，市场景气变化之后，开发商可能迫于资金压力而放缓开工、施工节奏，住房供应将逐步下降，到 2011 和 2012 年，市场可能又将出现供应不足的状况。

■ 公司未来将积极推动销售，审慎拿地，密切关注土地市场的机会

对于 09 年下半年以来的政策调控以及市场变化公司已有充分心理准备，并已经采取了谨慎的投资策略，并始终将促

进销售放在首位。未来公司将从以下几个方面应对市场的变化:

- 1、公司将继续采取灵活策略和措施,积极推动销售;
- 2、根据销售情况合理把握开工和建设节奏;
- 3、及时调整产品结构;
- 4、短期保持更审慎的土地获取态度,密切关注土地市场的机会,深化合作

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。