

要点:

- **当前资金链能够应对调控冲击。**万科、保利、招商、金地四家公司的财务状况都较好，在现金流上能够应对调控冲击。
- **效率表现，保利最优，招商最弱。**效率表现方面，2009年保利地产的效率最好，金地次之，招商最弱。
- **繁荣期每股收益的极限增速在15-30%水平。**以2008和2009年效率表现测算，繁荣期万科每股收益的极限增速17.2%，保利28.5%，金地30.3%，招商24.4%。
- **低谷期每股收益的下降幅度20-30%。**以2008和2009年效率表现测算，低谷期万科每股收益下降28.6%，保利下降18.0%，金地下降25.6%，招商下降25.2%。
- **估值的上限与下限：繁荣期30倍，低谷期10倍。**以2008和2009年效率测算，繁荣期万科的估值上限为23.6倍，低谷期估值下限为9.7倍；保利的估值上限为30.4倍，下限13.3倍；金地的估值上限为30.9倍，下限为11.2倍；招商地产的估值上限为27.9倍，下限为11.1倍。
- **调控背景下的合理估值13-17倍：**万科、保利、金地三家均有70-80%的销售额面临市场调控冲击，招商更高，达到86%，由此计算，招商合理市盈率13倍，万科14倍，金地15倍，保利17倍。

保利 12 个月目标价	13.15
目前价格	10.90
投资评级	买入
万科 12 个月目标价	6.60
目前价格	7.34
投资评级	卖出
金地 12 个月目标价	6.08
目前价格	6.16
投资评级	持有
招商 12 个月目标价	12.83
目前价格	15.90
投资评级	卖出

研究员：杜丽虹

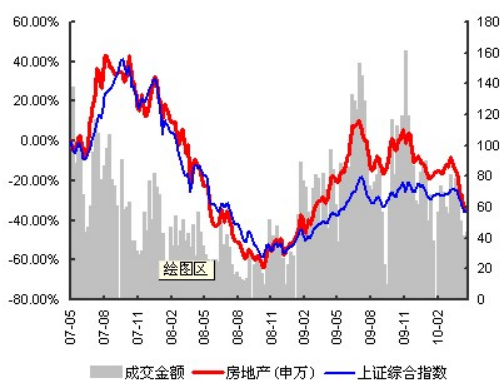
执业证书编号：S0640210050001

电话：010-84802004

E-mail: dudy77@sina.com

报告日期：2010.05.18

公司股价走势



资料来源：wind

江南金融研究所:

联系人：邝野、毛艳琼

联系电话：0755-83689524

地址：深圳市深南中路 68 号航空大厦 2902 室
(518031)

相关报告

- 1、万科估值分析：70%市场将遭遇冲击，合理市盈率 14 倍

一. 短期财务安全，中期资金压力较小

短期风险头寸=1年内到期负债率+已订约但未拨备的承诺资本支出/总资产-现金比率-低谷中存量资产周转率

$$= ((\text{流动负债}-\text{预收帐款}) / \text{年末总资产} + \text{已订约但未拨备的承诺资本支出} / \text{年末总资产} - \text{现金} / \text{年末总资产} - \text{低谷中的合约销售金额} / \text{年初总资产})$$

短期风险头寸度量了地产企业在危机中的抗风险能力：当短期风险头寸为正时，显示企业在低谷中的现金与销售回款不足以覆盖一年内的到期负债和其他支付需求，此时，在银行贷款无法续借或土地款、工程款无法拖欠的情况下，企业将面临资金链断裂的威胁，正值越大，企业对银行和交易方等外部融资的依赖度越大，相应地财务风险也越大。反之，当短期风险头寸为负时，显示企业在保持当前销售速度时，可以应付所有的短期支付需求，负值越大，为销售速度的进一步下降留出的空间就越多，或者说低谷中企业可用于套利扩张的富余资金就越多。

假设低谷中地产企业存量资产周转率下降50%（2008年低谷中地产上市公司平均较2007年下降40%），则万科、保利、招商、金地四家的短期资金压力较小，除万科有2%的风险头寸外，其他三家在短期内仍有富余资金。

表1 “保招万金”的短期风险头寸测算

	万科	保利	金地	招商
“流动负债-预收帐款”占比	27%	9%	22%	30%
承诺资本支出/总资产	19%	19%	14%	5%
现金比率	17%	17%	17%	20%
低谷中销售回款/总资产	27%	40%	30%	24%
短期风险头寸	2%	-29%	-11%	-9%

（数据来源：Wind，江南金融研究所，贝塔策略工作室）

中期看，企业要应对持续期达2年的低谷，需将净借贷资本比控制在财务安全底线以内，作为净借贷资本比的上限，它由净短期借贷空间和净长期借贷空间两部分组成，其中：

净短期借贷空间=低谷存量资产周转率-日常运营支出/总资产-已订约但未拨备的承诺资本支出/总资产

净长期借贷空间=低谷存量资产周转率-日常运营支出/总资产

净借贷资产比上限=总借贷空间=净短期借贷空间+净长期借贷空间

净借贷资本比上限=净借贷资产比上限/市场平均权益比率

2009年底，地产上市公司平均的财务安全底线（净借贷资本比上限）为44%，当前，保招万金四家公司的实际净借贷资本比均低于44%，并显著低于自身的净借贷资本比上限，为持续低谷中的负债率上升留出了空间。

表2 “保招万金”的实际净借贷资本比与财务安全底线

	万科	保利	金地	招商	行业平均
2007 年实际净借贷资本比	23%	59%	65%	66%	
2008 年实际净借贷资本比	18%	82%	70%	30%	53%
2009 年实际净借贷资本比	7%	33%	39%	-6%	24%
考虑 2010 年 1-4 月销售及购地支出后的净借贷资本比	-9%	41%	22%		
净借贷资本比上限	37%	106%	87%	87%	44%

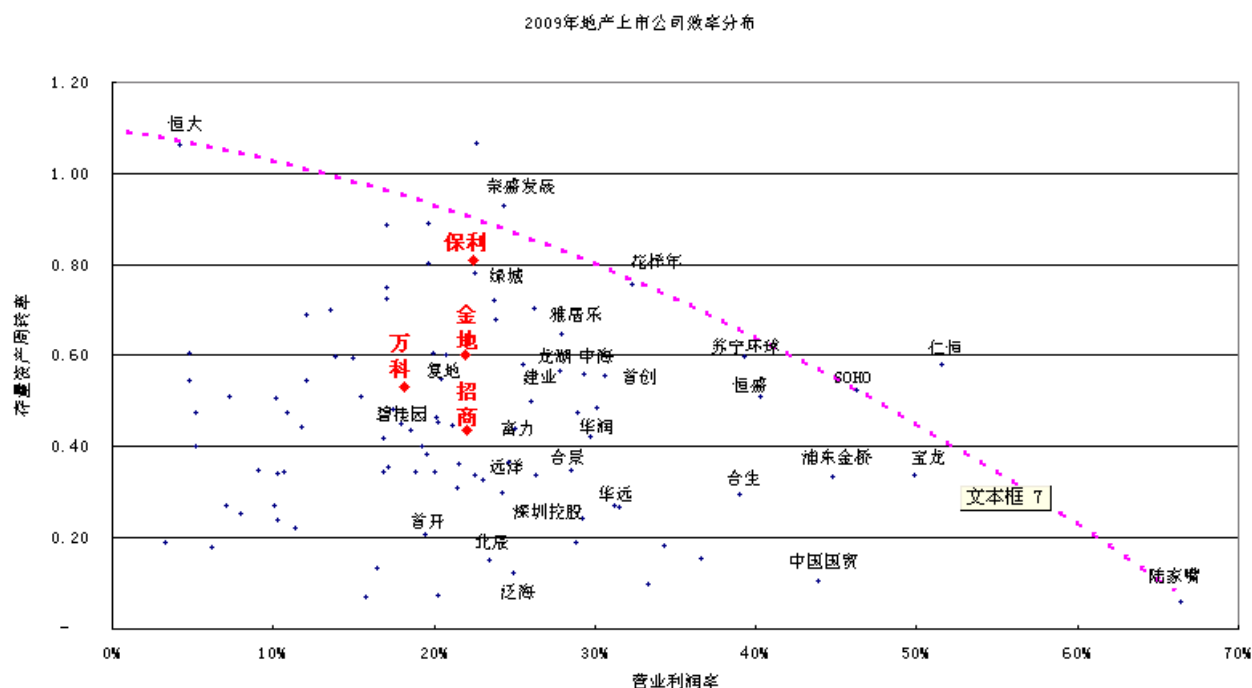
(数据来源: Wind, 江南金融研究所, 贝塔策略工作室)

综上, 以2009年报财务数据测算, 四家地产上市公司的资金链上均能够应对政策调控的冲击, “地王”的影响, 不在于在财务安全性, 而在于业绩成长性。

二. 效率表现: 保利最优, 招商逊色

我们以营业利润率 $((\text{营业利润} + \text{财务费用} - \text{投资收益} - \text{公允价值变动收益}) / \text{营业收入})$ 为横轴, 以存量资产周转率 $(\text{合同销售金额} / \text{上年总资产})$ 为纵轴, 标出主要地产上市公司在平面图中的位置, 并将相同利润率下具有最高周转率的企业连接起来, 从而得到了地产企业的“效率边界”, 即, 相同利润率(产品定位)下有着最高周转率的企业, 或相同周转率下有着最高利润率的企业。显然, 这是一条凹向原点的曲线, 利润率越高, 周转速度越慢。

图1 “保招万金”在地产上市公司中的效率分布



(数据来源: Wind, 江南金融研究所, 贝塔策略工作室)

由图 1 可见，2009 年四家公司中，保利的效率表现最优，金地次之，招商最弱，而这种效率表现直接影响了公司的成长潜力和低谷中的抗冲击能力。

三. 极限增长速度：繁荣期15-30%，低谷期下降20-30%

每个企业都面临成长的约束，对于地产企业来说，最主要的约束不是土地储备，而是金融资源和管理能力。我们将金融资源所能支撑最大扩张速度称为企业的极限增速，它是使企业净借贷资本比始终维持在财务安全底线以内的极限增速，超过这一速度，企业将在低谷中陷入财务困境，从而失去持续经营价值，而只剩土地价值。

表3列出了保招万金四家地产上市公司的极限增速，包括资产（存货）的极限增速和每股收益的极限增速，其中“繁荣期极限增速”是市场延续2009年牛市行情下的极限增速，而“低谷期极限增速”则是周转速度和利润率下降50%、且低谷持续2年情景下的极限增速。由表可见，四家公司繁荣期资产的极限增速在15-40%之间，考虑股权融资后可再提高0.5倍到1倍，但低谷期资产增长停滞，极限增速在0-10%之间；每股收益的极限增速低于资产的增速，繁荣期每股收益的极限增速在15-30%之间，低谷期则会下降20-30%。

表3 “保招万金”在繁荣期和低谷期的极限增速

	万科	保利	金地	招商	行业平均
繁荣期存货的极限增速	17.5%	41.4%	25.2%	27.2%	19.0%
繁荣期存货的极限增速(股权融资)	29.8%	90.7%	45.3%	36.8%	
低谷期存货的极限增速	0.2%	8.1%	4.2%	11.5%	0.0%
繁荣期 EPS 的极限增速	15.0%	28.5%	32.7%	24.7%	15.0%
繁荣期 EPS 的极限增速(股权融资)	17.2%	28.5%	30.3%	24.40%	
低谷期 EPS 的极限增速	-28.6%	-18.0%	-25.6%	-25.2%	-30%

备注：

- 1、以上每股收益以2010年5月转增后的最新总股本计算。
- 2、保利地产金融约束下的繁荣期每股收益的极限增速为45.5%，但我们预期管理约束下的极限增速为28.5%。

（数据来源：Wind，江南金融研究所，贝塔策略工作室）

四. 估值的上限与下限：繁荣期30倍，低谷期10倍

繁荣期每股收益的极限增速确立了地产上市公司的估值上限，而低谷期每股收益的极限增速则为地产上市公司奠定了一条估值下限。由表4可见，万科繁荣期的估值上限为21.65倍市盈率，考虑股权融资后可提到23.59倍，低谷期的估值下限为9.65倍；保利地产繁荣期的估值上限为30.44倍市盈率，低谷期的估值下限为13.34倍；金地繁荣期估值上限为33.57倍，考虑股权融资后下降至30.93倍，低谷期估

值下限为11.15倍；招商地产繁荣期的估值上限为28.22倍，考虑股权融资后下降至27.91倍，低谷期估值下限为11.06倍。

总体看，上述四家地产公司繁荣期的估值上限在30倍左右，低谷期在10倍左右。

表4 “保招万金”繁荣期的市盈率上限与低谷期的市盈率下限

	万科	保利	金地	招商
		转增前	转增前	
BETA 值	1.19	1.32	1.36	1.27
估值上限（无股权融资）	21.65	30.44	33.57	28.22
估值上限（有股权融资）	23.59	30.44	30.93	27.91
估值下限	9.65	13.34	11.15	11.06

备注：以上市盈率计算中，每股收益=2009年底净利润/2010年5月转增后总股本。

（数据来源：Wind，江南金融研究所，贝塔策略工作室）

五. 调控背景下的合理估值：13-17倍

随着“国十一条”、“国十条”、“京十二条”等的出台，地产行业整体面临调控压力，其中，一线城市和旅游城市由于泡沫化程度更高，面临的调控压力也更大，未来将只能实现低谷期的极限增速，而二三线城市调控压力略低，未来极限增速介于繁荣期与低谷期之间。

我们以2010年3月房价数据分别测算了重点城市的月供收入比，并根据月供收入比的历史极值和国际比较测算出各城市遭遇政策冲击的力度（或者说冲击概率），其中，北京、上海在升值预期下的月供收入比上限设定为150%，深圳及热点旅游城市的月供收入比上限设定为110%，其他城市刚性需求的上限为70%，结果显示，北京143%的月供收入比已经超过了当地中产阶级的承受极限，遭遇市场冲击的概率为100%，上海130%的月供收入比也接近承受极限，市场冲击概率84%，其他城市，如深圳的冲击概率为94%，杭州的冲击概率为87%……与之相对，一些二三线城市冲击概率较低，在50%以下（具体测算方法见《万科估值分析：70%市场将遭遇冲击，合理市盈率14倍》）。

显然，一线城市的土地储备越多，企业遭遇市场冲击的力度越大，实际的极限增速越接近低谷期极限增速，估值水平也更接近估值下限；反之，二三线城市土地储备越多，遭遇市场冲击的力度越小，实际极限增速越接近繁荣期极限增速，估值水平更接近上限，即：

合理估值=繁荣期估值上限×（1-冲击概率）+低谷期估值下限×冲击概率

表5 重点城市的月供收入比和遭遇政策冲击的力度（冲击概率）

	历史月供收入比			升值预期下 月供收入比		当前月供收入比		冲击概率
	2007年 四季度	2009年 一季度	2010年 一季度	下限	上限	当前 利率	利率 均值	
北京	113%	85%	135%	85%	150%	143%	153%	100%

上海	110%	86%	121%	85%	150%	130%	139%	84%
深圳	110%	55%	114%	60%	130%	117%	126%	94%
杭州	77%	59%	84%	50%	110%	95%	102%	87%
海南				50%	110%	190%	203%	100%
广州	116%	58%	64%	30%	70%	68%	73%	100%
宁波	74%	57%	76%	30%	70%	86%	92%	100%
南宁	57%	42%	56%	30%	70%	69%	74%	100%
大连	89%	62%	65%	30%	70%	67%	72%	100%
贵阳	67%	46%	67%	30%	70%	72%	78%	100%
兰州	46%	34%	41%	30%	70%	68%	73%	100%
天津	83%	48%	52%	30%	70%	65%	69%	98%
福州	65%	47%	55%	30%	70%	63%	68%	94%
厦门	97%	39%	57%	30%	70%	61%	66%	90%
昆明	70%	41%	56%	30%	70%	60%	65%	87%
武汉	74%	56%	66%	30%	70%	58%	62%	80%
成都	68%	39%	51%	30%	70%	55%	59%	74%
西安	59%	41%	47%	30%	70%	51%	55%	61%
长春	78%	38%	44%	30%	70%	49%	53%	58%
合肥	47%	33%	38%	30%	70%	47%	51%	51%
石家庄	70%	42%	45%	30%	70%	47%	50%	51%
银川	48%	36%	44%	30%	70%	46%	49%	49%
长沙	80%	45%	46%	30%	70%	46%	49%	48%
南昌	48%	31%	36%	30%	70%	45%	48%	46%
济南	43%	34%	39%	30%	70%	44%	48%	44%
太原	61%	39%	42%	30%	70%	44%	47%	42%
郑州	56%	39%	44%	30%	70%	43%	46%	41%
重庆	44%	33%	37%	30%	70%	42%	45%	37%
青岛	58%	37%	38%	30%	70%	41%	43%	34%
哈尔滨	52%	37%	39%	30%	70%	41%	44%	34%
南京	63%	39%	40%	30%	70%	40%	43%	32%
沈阳	59%	37%	37%	30%	70%	37%	40%	25%
呼和浩特	29%	18%	20%	30%	70%	21%	22%	0%

（数据来源：CBIC，江南金融研究所，贝塔策略工作室）

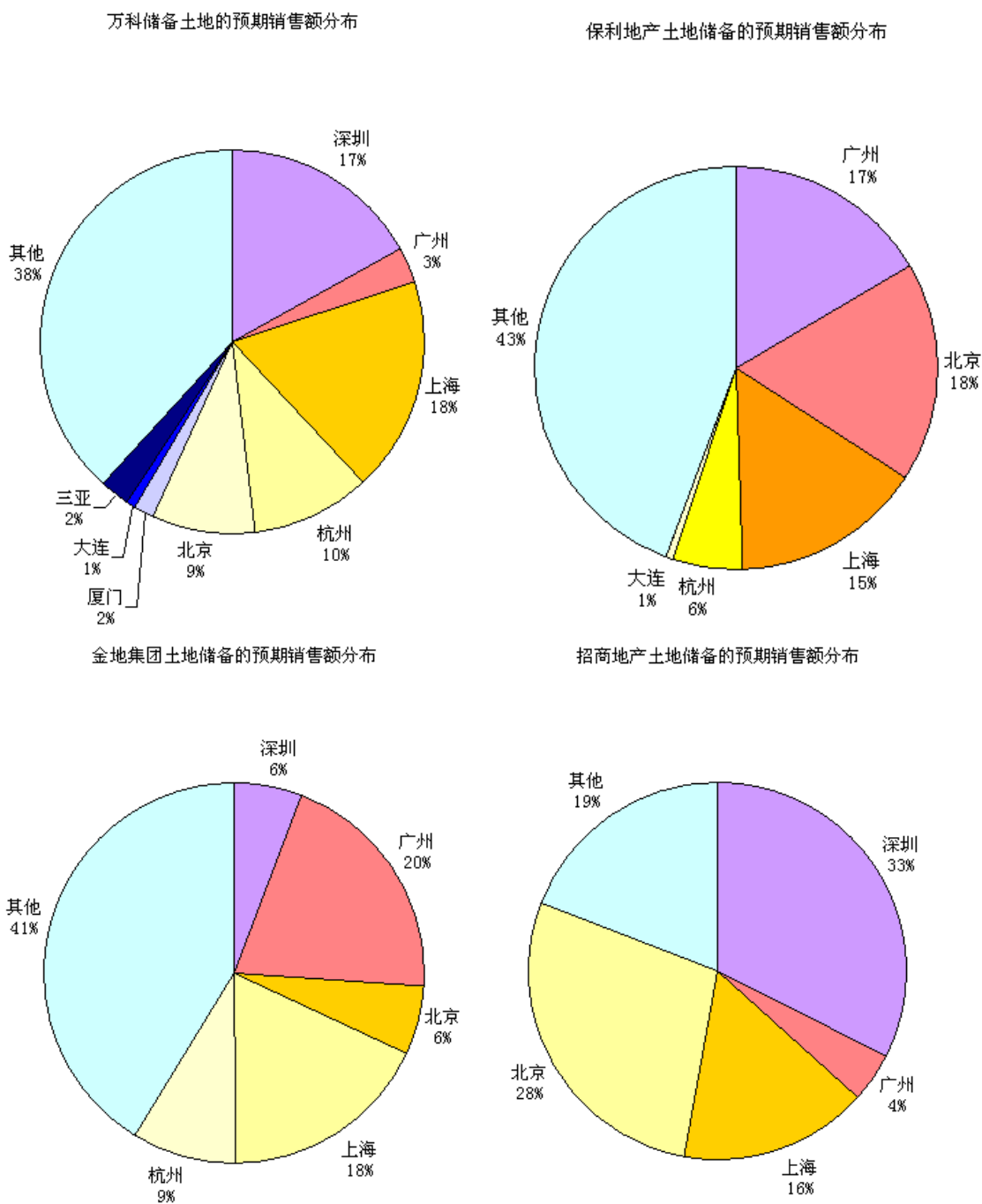
万科、保利、金地三家公司，分布于一线城市和热点旅游城市的土地储备面积占到总面积的30-40%，但由于一线城市售价更高，所以三家公司分布于一线城市和热点旅游城市的预期销售额占总销售额的60%左右，招商地产更高，达到80%（图2）。综合考虑其他二三线城市的调整压力，我们预期万科、保利、金地三家公司将有70-80%的销售额面临调控冲击，而招商地产则有86%的销售额面临低谷冲击：

表6 “保招万金”的冲击概率

	万科	保利	金地	招商	行业平均
冲击概率	70%	78%	79%	86%	66%

（数据来源：Wind，江南金融研究所，贝塔策略工作室）

图2 “保招万金”储备土地的预期销售额分布



（数据来源：Wind，江南金融研究所，贝塔策略工作室）

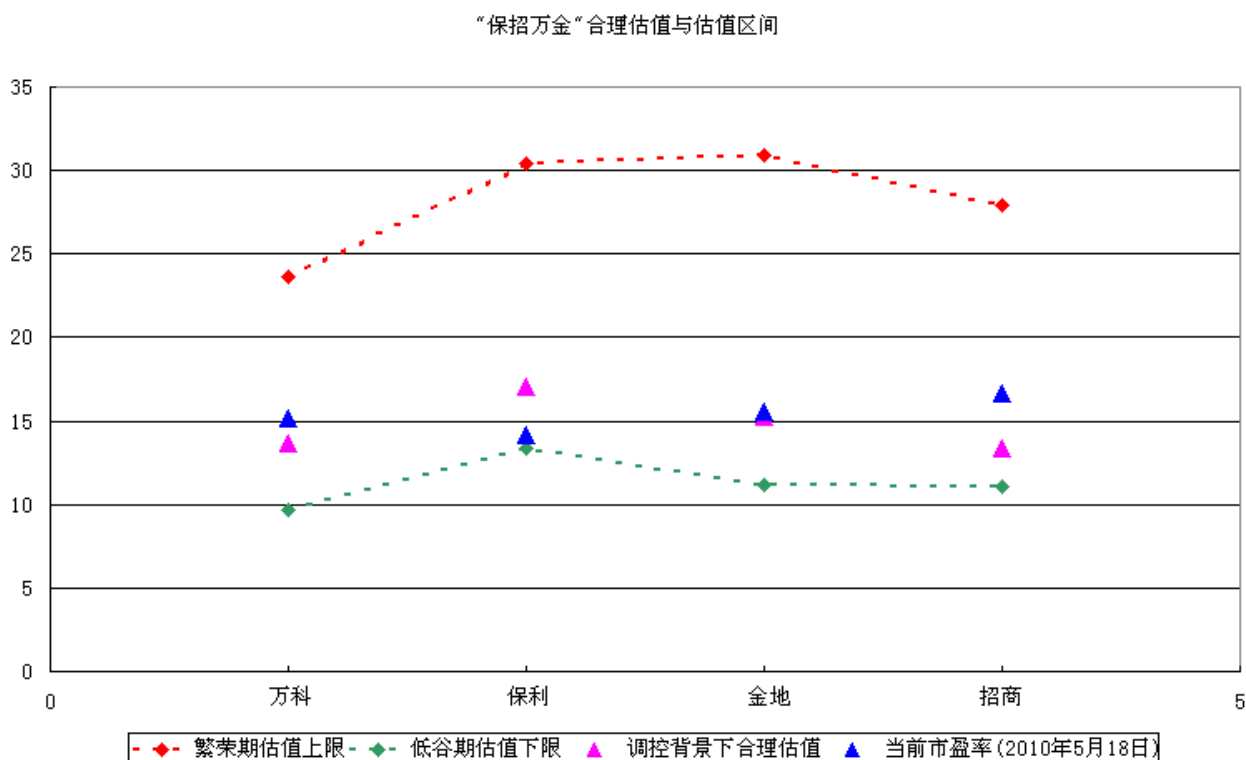
由于“保招万金”四家公司的冲击概率均在70%以上，因此合理估值更接近下限。其中，招商地产的合理估值为13倍，万科14倍，金地15倍，保利17倍，而当前四家公司的合理市盈率均在14-17倍之间，由表7和图3可见，保利当前估值已接近下限，存在一定低估，金地估值合理，万科、招商略有高估。

表7 “保招万金”的实际市盈率与合理估值比较

	万科	保利	金地	招商
繁荣期估值上限	23.59	30.44	30.93	27.91
低谷期估值下限	9.65	13.34	11.15	11.06
调控背景下合理估值	13.7	17.1	15.3	13.4
当前市盈率(2010年5月18日)	15.14	14.17	15.51	16.61

(数据来源: Wind, 江南金融研究所, 贝塔策略工作室)

图3 “保招万金”的合理估值与估值上下限



(数据来源: Wind, 江南金融研究所, 贝塔策略工作室)

分析师简介:

杜丽虹, SAC 执业证书号: S0640210050001, 清华大学金融学博士。一直从事地产、金融行业研究, 目前任江南证券地产行业首席研究员。

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义:

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。
持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。
卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考

免责声明:

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使江南证券有限责任公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使江南证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于江南证券。未经江南证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。江南证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而江南证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被江南证券认为可靠, 但江南证券并不能担保其准确性或完整性, 而江南证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。江南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分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表江南证券及关联公司的立场。

江南证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易, 向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。江南证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测是江南证券于最初发报此报告日期当日的判断, 可随时更改。于本报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。本报告为派发给江南证券的专业及投资机构客户。如接收人非江南证券的市场专业及机构投资客户, 应在基于本报告做出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

江南证券版权所有, 保留一切权利。