

12 个月目标价	6.60 元
目前价格	7.30 元
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：2010.05.10

#### 基础数据

极限增长速度	15.0%
总股本 (亿股)	109.95
流通 A 股 (亿股)	96.56
总市值 (亿元)	1055.54
流通 A 股市值 (亿元)	926.98
净资产收益率	14.26%
资产负债率	67.00%
动态市盈率	15.20
动态市净率	2.57

#### 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：0755-83778731  
 地址：深圳市深南中路 68 号航空大厦 2902 室  
 (518031)

#### 要点：

- **财务安全底线之内的增长才是有效的增长。**地产行业的重资产特征决定了利润的增长来自于资产的扩张，但是，只有当负债率处于财务安全底线之内时，资产的扩张才能创造有效的增长，此时企业的最大增速称为极限增速；而当负债率突破财务安全底线时，再高的增长也是无效的增长，因为企业将在低谷冲击中遭遇财务危机，这类企业没有成长价值而只有资产价值。
- **最乐观情况下，万科估值22-24倍市盈率。**万科的财务安全底线是净借贷资本比<37%，在此区间内，如果2009年的地产繁荣延续5年以上，则万科每股收益的极限增速可达15.0%，考虑股权融资后可提高到17.2%，此时公司的合理市盈率为22-24倍。
- **最保守情况下，万科估值9-10倍市盈率。**如果2011年地产市场遭遇深度调整并延续至2012年，则万科低谷期每股收益的增速为-28.6%，此时的合理市盈率为9-10倍。
- **70%冲击概率下，万科的合理估值14倍市盈率。**公司半数收益来自于一线城市，10-20%的项目处于有较大上升空间的部分二三线城市，加权平均后，70%的收益可能遭遇市场深度调整的冲击，当前合理市盈率为14倍。
- **产品线高端化延伸后运营效率损失。**规模化与高端化的矛盾中，万科的周转率显著下降，利润率改善有限，整体效率损失。

经营预测与估值	2009A	2010E	2011E	2012E
合约销售额(百万元)	63,420	70,970	67,090	63,430
增长率	32.5%	11.9%	-5.5%	-5.5%
归属母公司净利润(百万元)	6,430	7,390	7,120	6,430
增长率	32.2%	15.0%	-14.3%	-14.3%
每股收益(元)	0.48	0.55	0.47	0.41
增长率	29.70%	15.00%	-14.26%	-14.26%
市盈率	19.80	15.20	17.75	20.70
市净率	2.82	2.57	2.31	2.11

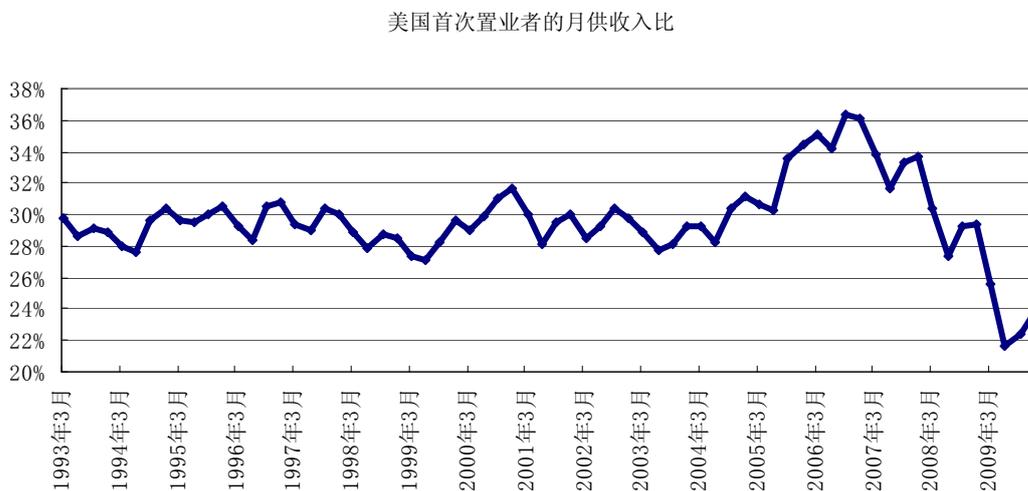
## 一. 宏观和行业趋势

### 月供收入比是判断行业转折的最佳指标

国际上，通常将房价收入比大于6或房价租金比大于300视为地产泡沫的警戒值，北京、上海、深圳等一线城市早已超过这一数值（北京的房价收入比已超过30倍，上海和杭州也已接近20倍），不过，流动性支撑下的泡沫可能持续相当长一段时间，从国际经验和中国实践看，加息等货币政策常常成为戳破地产泡沫的导火索。然而，由于房价收入比和房价租金比中都没有包含货币政策因素，因此，尽管它们是衡量长期房价泡沫的有效指标，但却并不能准确判断短期的市场转折。与之相对，月供收入比指标同时包含了房价、收入和利率三个因素，反映了购房人最真实的支付压力，而这种支付压力决定了市场对泡沫的承受能力。

以美国为例，自1993年以来首次置业者的月供收入比一直维持在30%左右，尽管2000-2004年间，首次置业者的购房均价以年均7.7%的速度上升，显著高于同期首次购房人年均1.7%的家庭收入增速，但是，持续的降息消化了房价上升的压力——首次购房人的有效贷款利率从2000年第二季度的8.44%降至6%以下，这意味着在相同月供额下有30%的房价上升空间。不过，随着2005年加息周期的启动，房价和利率的双上升使美国首次购房人的月供收入比迅速提高到2006年第二季度的36%，这已超越了美国首次购房人的承受能力，也就是从这时开始，成交量和房价都进入了下降周期，目前美国首次购房人的平均房价已较2006年中期下降24%，恢复至2002年水平，月供收入比则降至24%水平。

图1 美国首次置业者的月供收入比

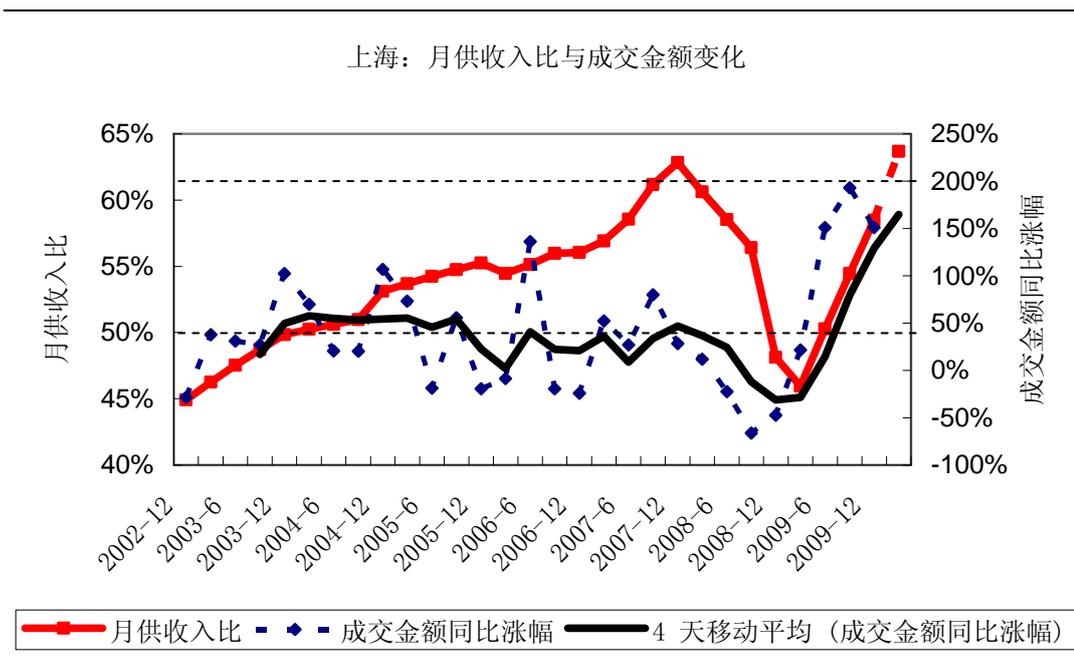


数据来源：CEIC，江南金融研究所，贝塔策略工作室

月供收入比指标也警示着中国的地产周期，以上一轮地产牛市为例，2005-2007年的房价上涨以及2007年的加息周期使一线城市的月供收入比从2002年的50%左右上升到110%以上——2007年四季度，北京地区月供收入比达到113%、深圳达到110%、广州达到116%、上海达到77%（上海的统计房价较北京等

一线城市存在30%的低估偏差，修正后月供收入比也达到110%)——尽管各城市的房价涨幅不一，但110%成为内部投资需求推动下、一线城市共同的月供收入比“红线”，超过这一数值将导致政策的严控与成交量的萎缩。进入2009年，部分城市房价松动，而降息和优惠利率则使月供收入比进一步降低，2009年一季度，北京的月供收入比降至85%、上海经调整后降至86%，深圳降至55%、广州58%——在触及各城市月供收入比的刚性下限后，房市开始复苏。

图2 上海：月供收入比与成交金额变化



数据来源：CEIC，江南金融研究所，贝塔策略工作室

综上，月供收入比成为衡量房地产市场泡沫化程度和泡沫承受能力的最有效指标：对于没有储蓄习惯的美国首次置业者来说，36%已是承受的极限，但对于中国的购房人来说，承受能力显然更高。

## 中国月供收入比的上限

### 内部资金推动的上限：

我们对1998年以来省会城市、直辖市和重点城市的月供收入比进行了季度统计，数据显示，在没有外部资本（包括外省市投资资金和境外投资资金）进入的城市，月供收入比的最大承受值为60-70%，即，在本地刚性需求的支撑下，以当地平均价格购买一套100平米住宅、首付30%、30年期贷款、并享受首套购房优惠利率的情况下，月供额最高不能超过当地家庭平均可支配收入的70%。而在北京、上海、深圳等一线城市，以及杭州、海口这类旅游城市，在通胀预期下，外省市、甚至境外资本成为投资购房的主力，并推高了购房人对月供额的承受能力，数据显示，在上述有外部资本涌入的城市，月供收入比的最大承受值在100-110%之间，超过这一数值将激化当地的民生矛盾并引发监管机构的调控政策。

2010年2月，北京、上海、深圳、杭州、宁波等城市的月供收入比已超过2007年四季度的峰值，其

中，北京、上海（房价经调整）、深圳已超过了110%的上限，而宁波等城市也超过了刚性需求下70%的上限。如果考虑升息前景，当基准贷款利率（5年以上）恢复到过去5年的均值6.678%水平，并在此基础上享受85折优惠利率，则北京的月供收入比将达到151%，上海达到141%，深圳达到126%，杭州94%，宁波84%，均显著超过历史上限——这也是近期调控政策频出的根本原因。

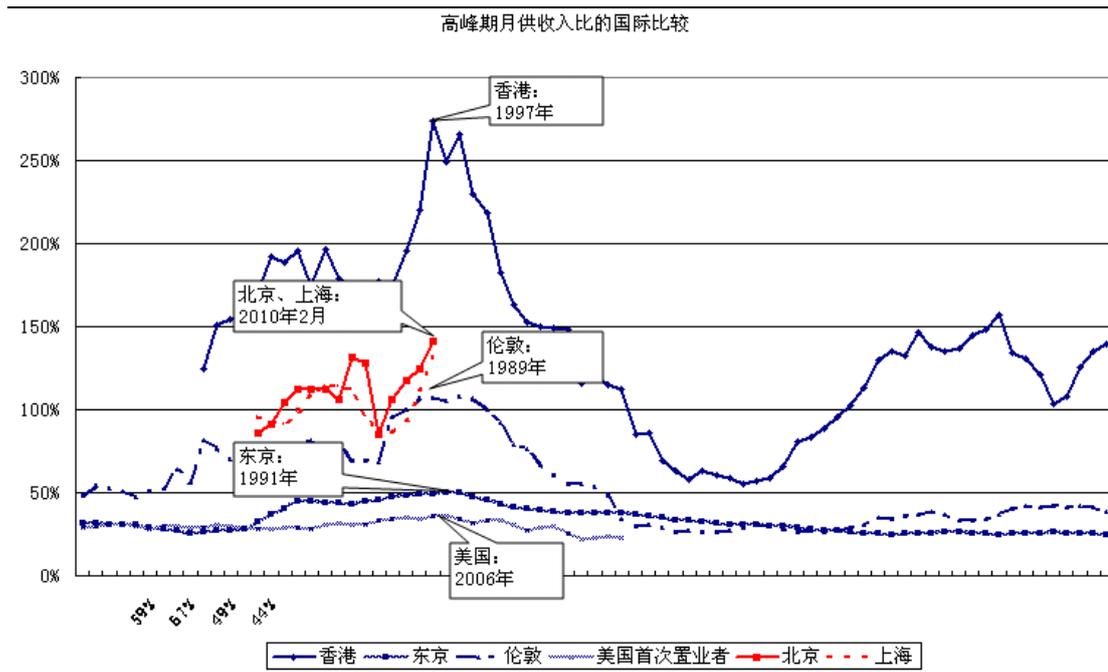
### 升值预期下月供收入比的上限：

近期，美国政府频频施压要求人民币升值，升值预期下人民币资产将吸引更多的境外资本，从而进一步推高一线城市对高房价的承受能力，但，即使考虑到升值预期，目前国内一线城市的月供收入比也已显著超越国际水平。

日本在上世纪80年代升值后资产价格也曾一度快速飙升，但即使如此，从1971-1987年，东京、大阪的月供收入比一直保持在30%左右，1988-1991年的资产泡沫膨胀过程中，月供收入比的峰值也只有50%，房价收入比最高时仅为10倍，一般在6-8倍。而以高房价著称的伦敦，自1978年以来，月供收入比最高值为108%（80年代末地产危机中贷款利率曾一度达到两位数），平均为55%，次贷危机前最高时也仅为56%，房价收入比最高为11倍，平均为6.8倍。

实际上，放眼全球，无论是房价收入比还是月供收入比，唯一可以与内地一线城市相媲美的是香港——自1990年以来，香港100平住宅（C级住宅）以最优惠利率（P）测算的月供收入比均值为146%（港岛为188%，九龙为150%，新界为118%），A-E级住宅月供收入比的历史中位数为131%（2000年以后，香港的按揭利率开始以“P减”方式计算，即在最优惠利率的基础上，根据客户贷款额度、还款期限和还款方式减去一个固定利率，对于资信较好的客户一般在2-3%之间，以2%下浮利率计算，则100平住宅月供收入比的历史均值为138%，A-E级住宅月供收入的历史中位数为134%）。当然，香港历史上也出现过月供收入比突破200%的情景（1997年），但在突破200%后不到6个月成交量就开始萎缩，并持续了近7年的市场低迷，到2003年时月供收入比已低至50%以下，此后市场才开始复苏。

图3：高峰期月供收入比的国际比较



参考国际数据,我们将升值预期下北京、上海的月供收入比上限设定为150%,深圳调高到130%,杭州、海口等旅游城市的月供收入比上限仍设定为110%,其他城市即使在升值预期下也很难吸引境外资本,仍以刚性需求的承受力为主,上限为70%。

与150%的上限相比,今天北京的月供收入比已达到141%、上海为132%,升息背景下北京将达到151%,上海141%,月供收入比已非常接近升值预期下的上限值,可见升值预期已被透支。

### 从月供收入比看各城市遭遇政策调控的力度

#### 月供收入比的下限

月供收入比不仅能警示泡沫承受能力的上限,同时也给出了低谷中启动市场复苏的月供收入比下限:从历史数据看,没有外部资本进入的城市,当月供收入比低于30%时,低房价将吸引刚性需求入市并推动成交量的复苏;而对于有外部资本进入的一线城市,下限值同样被外部资本推高,在北京和上海,月供收入比的下限在85%左右,而深圳的楼市波动较大,当月供收入比低于60%时才会吸引新的投资需求和刚性需求,至于杭州等旅游城市,在低谷中受冲击更大,下限在50%左右。

#### 从月供收入比看各城市遭遇调控的力度

显然,月供收入比越低、当地民生矛盾越小,遭遇监管调控的力度越小,反之,月供收入比越高,民生矛盾越大,遭遇监管调控的力度越大。如果我们将月供收入比的下限设为“不会遭遇政策调控”(即遭遇市场冲击的概率为零),而将月供收入比的上限设为“肯定遭遇政策调控”(即遭遇市场冲击的概率为100%),则在利率恢复到正常水平时,北京、广州、宁波、大连、南宁、贵阳五城市肯定会遭遇政策调控和市场转折的冲击。而深圳以2月成交均价计算升息背景下的月供收入比为126%,已非常接近130%

的上限, 遭遇调控和市场冲击的概率为94%, 不过3月成交均价有所下降, 从23243元/平米降至20203元/平米, 相应遭遇调控的可能性为70%; 上海经调整后升息背景下的月供收入比为141%, 遭遇冲击的概率为87%, 此外, 厦门、福州、昆明的冲击概率也在90%以上, 天津和兰州在80%以上。与之相对, 呼和浩特、沈阳、青岛、重庆的冲击概率均在30%以下。

以上数据显示, 一线城市和旅游城市确实存在房市过热的问题, 而部分二三线城市仍存在市场上升的空间。

**表1: 各城市月供收入比和冲击概率**

	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%	141%	151%	100%
上海	110%	86%	121%	85%	150%	132%	141%	87%
深圳	110%	55%	114%	60%	130%	102%	109%	70%
杭州	77%	59%	84%	50%	110%	88%	94%	74%
海口				50%	110%	79%	85%	59%
广州	116%	58%	64%	30%	70%	68%	73%	100%
宁波	74%	57%	76%	30%	70%	78%	84%	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%	73%	78%	100%
厦门	97%	39%	57%	30%	70%	61%	66%	90%
昆明	70%	41%	56%	30%	70%	64%	68%	96%
天津	83%	48%	52%	30%	70%	59%	63%	84%
福州	65%	47%	55%	30%	70%	62%	66%	90%
成都	68%	39%	51%	30%	70%	58%	62%	79%
兰州	46%	34%	41%	30%	70%	58%	62%	80%
武汉	74%	56%	66%	30%	70%	56%	60%	76%
西安	59%	41%	47%	30%	70%	50%	54%	60%
银川	48%	36%	44%	30%	70%	51%	55%	62%
长春	78%	38%	44%	30%	70%	48%	52%	55%
合肥	47%	33%	38%	30%	70%	46%	50%	49%
长沙	80%	45%	46%	30%	70%	45%	48%	45%
石家庄	70%	42%	45%	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%
济南	43%	34%	39%	30%	70%	41%	44%	35%
南昌	48%	31%	36%	30%	70%	42%	45%	39%
南京	63%	39%	40%	30%	70%	40%	43%	32%
哈尔滨	52%	37%	39%	30%	70%	40%	43%	33%

重庆	44%	33%	37%	30%	70%	38%	41%	27%
青岛	58%	37%	38%	30%	70%	38%	41%	28%
沈阳	59%	37%	37%	30%	70%	37%	40%	25%
呼和浩特	29%	18%	20%	30%	70%	20%	22%	0%

(数据来源: CEIC, 江南金融研究所, 贝塔策略工作室)

## 二. 万科的区域分布与市场冲击力度

具体到万科, 2009 年结算收入中, 深圳贡献了 11%, 广州 9%, 上海 9%, 杭州 9%, 北京 5%, 厦门 3%, 上述月供收入比已较高的一线城市贡献了总收入的 45%, 这些城市在未来两年遭遇政策调控和市场冲击的可能性较大, 一旦遭遇冲击将重现 2008 年的低谷情形, 周转速度减半, 估值大幅下降 (2008 年万科市盈率一度降至 12 倍水平), 这也是去年四季度以来地产股股价下挫的原因。与之相对, 公司分布在沈阳、青岛、武汉、重庆、镇江的项目有较大上升空间, 预期将延续 2009 年的繁荣情景, 从而可以在一定程度上缓解一线城市冲击。不过, 由于上述城市仅贡献了 2009 年结算收入的 10%, 所以, 以各城市收入占比加权计算的公司整体遭遇调控冲击的概率为 70%, 即, 当前估值水平应更接近低谷估值。

进一步, 若以 2010 年在建项目的规划建筑面积和新开工面积计算, 深圳、广州、上海、杭州、北京、厦门等高月供收入比城市的占比仍为 45%, 但惠州、青岛、烟台、重庆、昆山、镇江、沈阳等二三线城市占到总规划建筑面积的 18-19%, 加权计算的市场冲击概率为 61%。不过, 考虑到二三线城市售价较低, 在总销售额中的贡献比例较低, 以预期销售额加权, 未来两年公司整体遭遇市场冲击的概率仍在 70%——也就是说, 未来两年公司遭遇市场转折的可能性是 70%, 也可以理解为公司 70% 的项目位于高危区, 应以低谷期的估值水平测算, 另外 30% 的项目位于相对安全的地区, 应以繁荣期的估值水平测算。

以公司低谷期 9-10 倍的合理估值、上升期 22-24 倍的合理估值测算, 万科当前的合理估值为 14 倍。

表2: 万科2009年结算收入的城市分布

城市	2009 年结算收入 (万元)	占比	冲击概率
深圳	520,238.46	11%	70%
广州	433,838.69	9%	100%
东莞	109,484.24	2%	42%
珠海	15,086.45	0%	42%
中山	22,302.49	0%	42%
佛山	292,537.48	6%	42%
长沙	91,622.89	2%	45%
厦门	158,376.38	3%	90%
上海	452,577.96	9%	89%
苏州	205,976.34	4%	44%

杭州	456,274.62	9%	74%
南京	179,227.23	4%	32%
南昌	11,973.19	0%	39%
宁波	72,656.12	2%	100%
镇江	29,397.10	1%	18%
无锡	104,257.16	2%	38%
北京	239,201.72	5%	100%
天津	485,404.98	10%	84%
沈阳	255,877.61	5%	25%
大连	82,103.16	2%	100%
青岛	79,419.93	2%	28%
长春	60,501.78	1%	55%
成都	356,833.28	7%	79%
武汉	103,917.47	2%	76%
重庆	12,526.54	0%	27%
合计	4,831,613.27	70%	

(数据来源: 公司年报, 江南金融研究所, 贝塔策略工作室)

表3: 万科规划建筑面积和2010年计划新开工面积的城市分布

城市	规划建筑面积 (平米)	占比	2010年计划开 工面积(平米)	占比	冲击概率
深圳	3,434,704	12%	571,918	14%	70%
惠州	241,200	1%		0%	4%
广州	1,131,544	4%	177,128	4%	100%
东莞	1,350,551	5%	303,726	7%	42%
佛山	2,284,725	8%	298,216	7%	42%
中山	657,909	2%	164,595	4%	42%
厦门	751,710	3%	314,240	8%	90%
长沙	1,053,691	4%	232,140	6%	45%
福州	435,546	1%	199,848	5%	90%
三亚	570,053	2%	138,653	3%	100%
上海	3,356,758	11%	386,445	9%	89%
杭州	2,846,726	10%	314,905	8%	74%
苏州	860,502	3%	155,616	4%	44%
昆山	328,678	1%	20,000	0%	18%
无锡	1,614,497	5%	275,797	7%	38%
南京	653,734	2%	97,029	2%	32%
镇江	918,571	3%	44,833	1%	18%
南昌	370,113	1%	102,496	3%	39%
宁波	712,337	2%	118,085	3%	100%
合肥	399,773	1%	81,951	2%	49%
北京	1,594,325	5%	48,113	1%	100%

天津	2,988,211	10%	409,943	10%	84%
鞍山	1,033,786	3%	207,942	5%	11%
沈阳	2,307,478	8%	255,600	6%	25%
大连	389,071	1%	109,754	3%	100%
长春	1,205,925	4%	195,931	5%	55%
青岛	1,120,350	4%	319,435	8%	28%
烟台	444,065	2%	84,500	2%	0%
成都	2,450,749	8%	273,705	7%	79%
武汉	2,029,469	7%	254,557	6%	76%
西安	132,975	0%		0%	60%
重庆	1,230,920	4%	196,071	5%	27%
合计	40,900,646	61%	6,353,172	61%	

(数据来源: 公司年报, 江南金融研究所, 贝塔策略工作室)

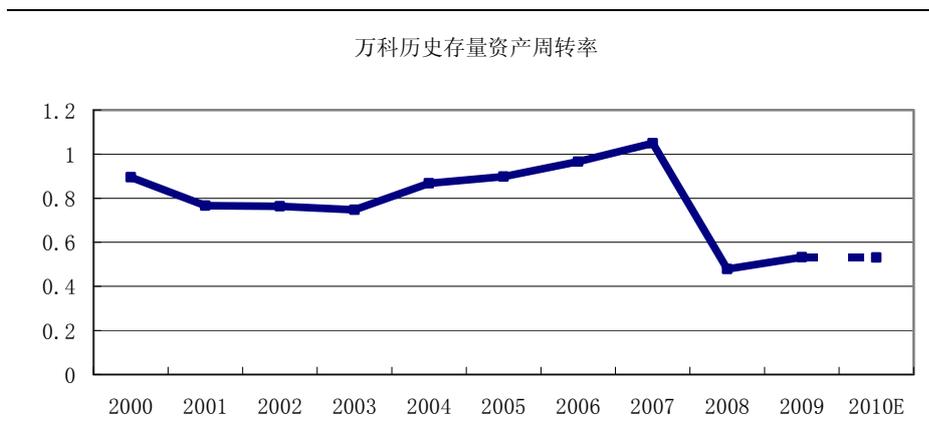
### 三. 企业效率与公司财务安全底线

#### 高端化延伸过程中的效率损失

2009年万科提出要从以往以民生产品为主向全生命周期产品转型, 即, 产品将向高端化延伸, 为此2009年万科在深圳加推了多个别墅项目。转型过程中的万科, 周转率明显降低——2005-2007年, 万科的存量资产周转率<sup>1</sup>一直在0.90倍以上, 2008年行业低谷中下降54%降至0.45倍, 降幅略高于行业平均水平(50%), 2009年市场复苏中, 多数地产企业的周转速度已恢复或接近2007年水平, 但万科的存量资产周转率仅微升至0.53倍水平, 以2009年一季度145亿的销售额计算, 存量资产周转率也就在0.50倍左右。

我们预期未来公司正常年份的存量资产周转率维持在2009年的0.53倍水平, 低谷年份下降一半至0.27倍水平。

图4 万科的历史存量资产周转率



数据来源: 公司年报, 江南金融研究所

<sup>1</sup> 存量资产周转率=销售额/年初总资产

在周转率显著下降的同时，公司的平均售价和利润率却未见显著提高。2009年万科合同销售的平均售价从上年的8594元/平米升至9557元/平米，涨幅与行业平均水平一致，仍处于全国性地产企业的中等水平，结算项目的营业利润率仍在18%水平，我们预期未来公司利润率略有提高，正常年份的营业利润率在20%水平，低谷年份降至2008年的17%水平。

图4 万科的历史营业利润率

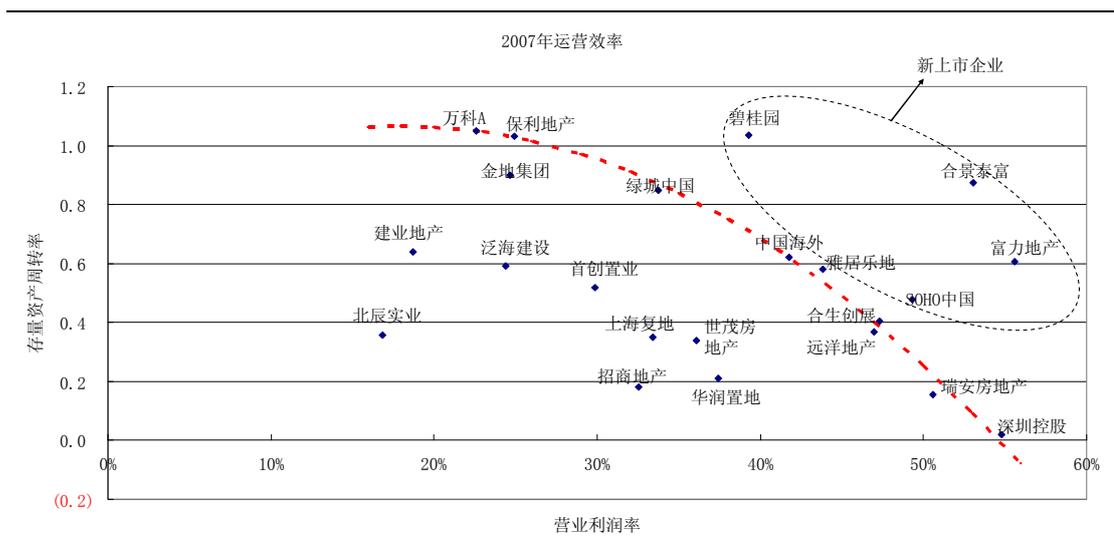


数据来源：公司年报，江南金融研究所

下降的周转率和未有显著改善的营业利润率使万科整体的运营效率有了明显的下降。为了比较不同产品定位企业的运营效率，我们以营业利润率（（营业利润+财务费用-公允价值变动收益）/营业收入）为横轴，以存量资产周转率（合同销售金额/上年总资产）为纵轴，找到主要地产上市公司在平面图中的位置，剔除当年新上市公司后，将相同利润率下具有最高周转率的企业连接起来，就得到了我国地产企业的“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。这些企业代表着国内地产公司的最高效率水平，以它们的周转率为标杆，其他具有相同定位的地产企业与标杆效率的差距就显示了各地产公司在行业内的效率水平。

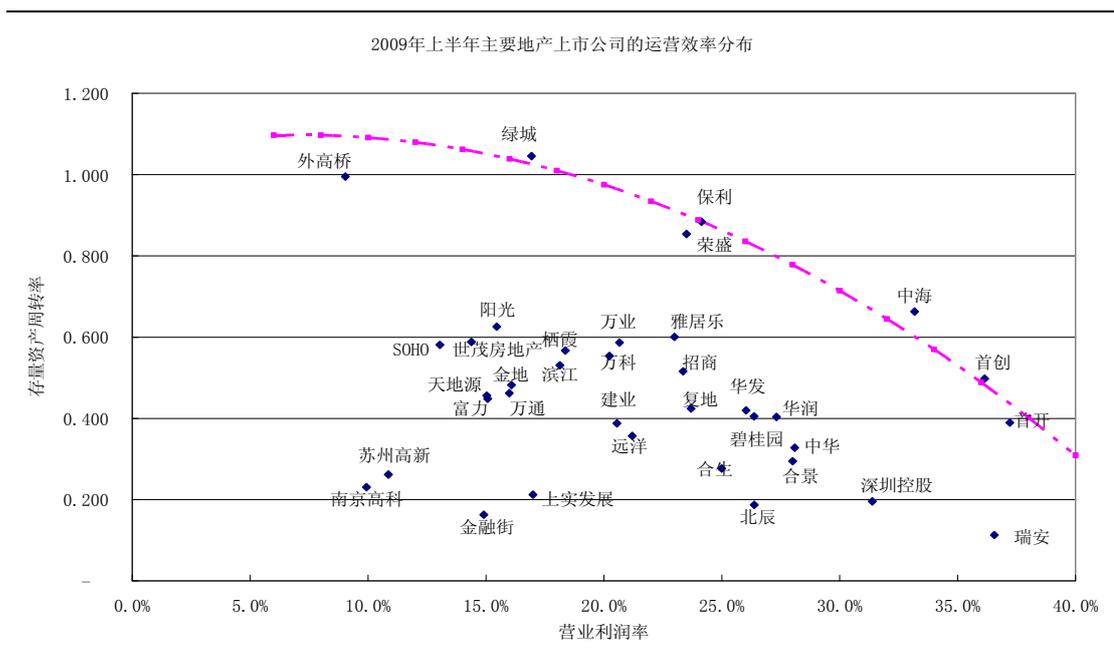
由图（5）和（6）可以看出，2007年万科处于效率边界上，即，拥有相同利润率下行业内最高的周转效率，是行业内企业的效率标杆，但2009年中期万科的运营效率显著下降，与相同定位下标杆企业的周转率差距扩大到0.4倍，在2009年中期我们与民生银行联合推出的地产上市公司综合实力榜的效率排名中以7.81分排名第10。

图5：2007年地产上市公司的效率分布



(数据来源: 江南金融研究所, 贝塔策略工作室)

图6: 2009年中期地产上市公司的效率分布



(数据来源: 江南金融研究所, 贝塔策略工作室)

**万科的财务安全底线: 净借贷资本比<37%**

转型过程中, 万科的运营效率损失不少, 而这种效率的损失直接影响了公司低谷中的抗冲击能力。根据测算, 万科低谷中的存量资产周转率为0.27倍, 低谷中必须的营运支出约相当于总资产的10%, 此外, 2009年底已订约但尚未支付的土地款115亿, 已订约但尚未支付的工程款143亿, 合计相当于总资产19%, 考虑到从严的土地政策, 预计上述款项也将在2010年支付, 由此计算公司的净短期借贷空间为零。

长期借贷方面，国内银行贷款期限一般在三年以内，长期贷款的平均期限两年，以此计算公司的长期信贷额最高为总资产的16%。

综合短期与长期信贷空间，万科的净借贷资本比<sup>2</sup>应控制在37%以内，我们将这一负债率称为公司的财务安全底线。

2009年底万科手持现金230亿，短期银行贷款仅为87亿，短期财务安全；此外，公司长期借款175亿，相当于总资产12.7%，小于16%的上限；整体净借贷资本比仅为7%，显著低于37%的上限，处于安全区间内，足以应付未来两年内的市场冲击，并有进一步负债空间。

#### 四. 极限发展速度

##### 内部极限发展速度

###### 市场维持2009年繁荣：每股收益增长15.0%

在万科将净借贷资本比控制在安全底线内，并保持2009年0.53倍的周转速度和20%的营业利润率水平时，靠内部营运资金周转和适度负债所能支撑的年均最大存货增速为17.5%，即，以2009年900亿存货计算，2010年的最大存货增速为160亿，由此推动的未来5年繁荣期每股收益的极限增速为15.0%——之所以称为极限增速，是因为这是企业在资金链不断裂的情况下所能支撑的最大扩张速度，超过这一速度，企业将面临低谷中的财务危机。

###### 市场遭遇深度调整：每股收益下降-28.6%

但由于万科的近半项目收入来自于一线城市，而这些城市已处于或接近月供收入比的警戒区间，在上述市场遭遇2008年的深度冲击，并持续2年的情况下（如果不是美国的次贷危机，2008年的地产低谷将延续2009年全年），我们预期万科的存量资产周转率将降至0.27倍，营业利润率降至10%。此时，靠内部营运资金周转和适度负债所能支撑的最大存货增长仅为0.2%，低谷期间每股收益将下降28.6%。

##### 外部极限发展速度

###### 市场维持2009年繁荣，每股收益增长17.2%

万科以善用资本市场著称，繁荣年份几乎每年都进行股票市场融资，所以，外部股权融资是加速公司成长的重要手段，相对于以内部运营资金和适当负债支持的极限增速，我们将股权融资下企业的极限增速称为外部极限增速。

根据测算，在保持ROE>12%、每股收益增长>0%、20倍市盈率再融资的情况下，万科繁荣期存货的最大增速可以从17.5%提高到30.5%，即，2010年存货增长可以达到275亿，而每股收益的最大增速则从15.0%提高到17.2%。

###### 市场遭遇深度调整，无法进行股权融资

---

<sup>2</sup> 净借贷资本比=（银行贷款-现金）/权益资本

但在低谷年份，企业难以满足再融资条件，每股收益仍将下降13.8%。

## 五. 估值分析

### 不考虑股权融资情景

#### 繁荣期最高估值：22倍

不考虑股权融资，在最乐观的情景下，即，2009年的市场繁荣延续5年以上，则万科的每股收益将保持年均15.0%的增长，以过去五年沪深300平均23倍的市盈率计算，公司的合理市盈率为21.65倍。

#### 冲击情景下最低估值：9倍

不考虑股权融资，在最保守的情景下，即，2011年中国房地产市场发生深度调整，并延续至2012年，从2013年起才进入新的复苏进程，则低谷期万科的每股收益将下降28.6%，此时公司的合理市盈率为9.20倍，这是公司的估值底线。

#### 当前冲击概率下的合理估值：13倍

万科当前的区域分布显示，70%的收益可能遭遇市场深度冲击，由此计算，在不考虑股权融资情况下公司的合理估值为12.94倍 ( $=21.65 \times 30\% + 9.20 \times 70\%$ )。

### 考虑股权融资情景

#### 繁荣期最高估值：24倍

考虑股权融资，则在最乐观的情景下，即，2009年的繁荣持续5年以上，则万科在每年都进行股权融资的情景下，每股收益将保持年均17.2%的增长，此时公司的合理市盈率为23.59倍。

#### 冲击情景下最低估值：10倍

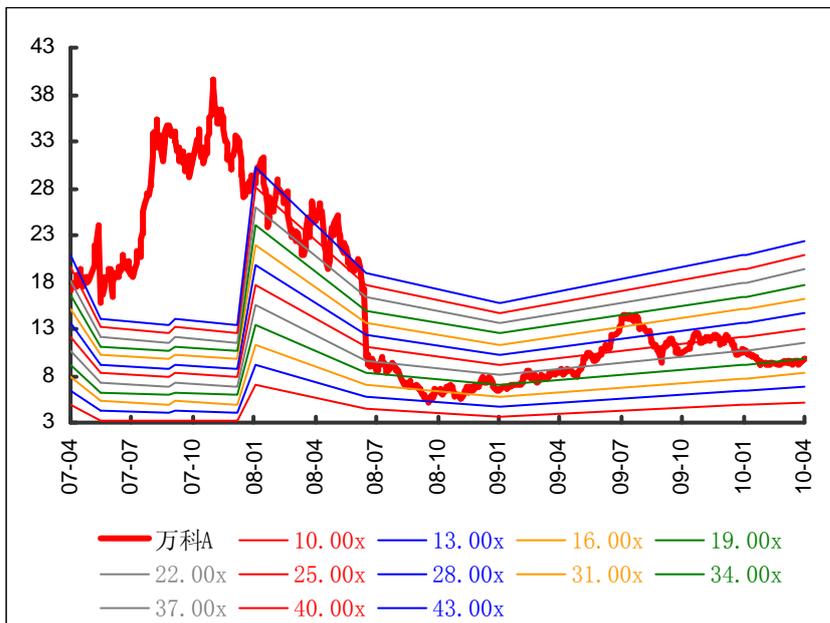
考虑股权融资，在最保守的情景下，即，2011-2012年遭遇市场深度调整，则低谷期万科不仅不能进行股权融资，每股收益还将下降26.8%，此时公司的合理市盈率为9.65倍。

#### 当前冲击概率下的合理估值：14倍

在70%的收益可能遭遇市场深度冲击的背景下，万科考虑股权融资后的合理市盈率为9.65倍 ( $=23.59 \times 30\% + 9.65 \times 70\%$ )。

**结论：**万科当前的合理市盈率为13-14倍，较当前15倍的市盈率略低，建议在公司股价降至6.6元以下时买入。

图7: 万科的历史市盈率



(数据来源: Wink, 江南金融研究所)

**附录:****风险溢价**

过去5年沪深300的平均市盈率为23倍,无风险收益率平均为2.79%(1年期存款利率),分析师预测未来三年沪深300平均的每股收益将以年均19%的速度增长,若这一预测是市场真实情绪的反映,则投资人对A股市场要求的风险溢价达到10.2%,即,投资人要求13%的年均回报。

但我们认为这一预测是高于市场真实预期的,2009年沪深300平均的每股收益增长为17%,2006-2009年,沪深300年均每股收益的增长也为17%,我们预期2010年每股收益的年均增长为16%,此后逐年递减,到2020年降至6%的永续水平。

以此计算,23倍市盈率下隐含的风险溢价为9.83%,市场长期平均的资金成本约为12.6%。

**BETA值**

根据万德数据,以2007年4月1日-2010年3月31日的周股价数据测算,地产行业的整体BETA值为1.23倍,而万科的BETA值为1.19倍,由此计算,公司的股权资金成本为14.49%。

### 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

### 免责条款:

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。