

房地产/金融

万科 A (000002)

并购机会大增，迎来跃升可能

——2011 年 12 月销售点评暨电话会议纪要

	李品科	孙建平
	010-59312815	021-38676316
	lipinke@gtjas.com	sunjianping@gtjas.com
编号	S0880511010037	S0880511010044

本报告导读：

业绩锁定超强，现金充裕，提供未来潜在扩张可能

投资要点：

- 12 月销售面积 59.9 万平，同比降 13%，环比降 19%。销售金额 58.2 亿，同环比均降 30%。销售回落主要是由于认购部分没有及时签约的原因，12 月认购额预计 150-160 亿元左右，较 11 月增长 60% 左右。销售压力将持续存在，但公司主要户型面向刚需及改善性需求，将持续直接受益于货币信贷实际放松，预计后续销售仍将明显跑赢市场。
- 10 年大量新开工以及 11 年的快速销售，使得销售再创新高；目前未结算部分已锁定 11、12 全年及 13 年 30% 业绩，业绩保障性优异。全年累计销售 1075.3 万平，销售金额 1215.4 亿，同比增 19.8%、12.4%。
- 拿地继续谨慎，按权益计算 11 年仅拿地 337 亿元。12 月拿地均采用股权合作模式，新增权益建面 97.7 万方，权益地价 21.7 亿，平均楼面地价 2227 元/平，综合权益比例仅为 46.6%。
- 融资渠道多元，龙头地位及前期较保守的财务给予公司未来杠杆扩张的机会。12 月信托融资 10 亿，利率 11.2% 低于市场平均水平。手中现金完全覆盖短期借款和一年内到期非流动负债，财务安全。
- 年末现金将超过 400 亿，12 年公司并购机会大增，若成交将促使公司的跃升。公司资金充裕，有能力抄底土地市场、并购，提升盈利和市场占有率。12 年上半年销售难度继续加大，信托、贷款、理财等集中到期，部分中小开发商资金紧缺状况将加剧从而造就并购机会。
- 预计 11、12 年 EPS 分别为 0.87、1.11 元。公司作为高周转龙头，持有大量货币资金增强潜在扩张能力，未来有超预期可能。RNAV11 元，目标价 10 元，对应 11、12 年 PE 为 11.5、9.0，维持增持评级。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	48,881	50,714	70,442	95,652	118,243
(+/-)%	19%	4%	39%	36%	24%
经营利润 (EBIT)	7,808	11,091	14,959	20,545	25,895
(+/-)%	-3%	42%	35%	37%	26%
净利润	5,330	7,283	9,582	12,933	16,493
(+/-)%	32%	37%	32%	35%	28%
每股净收益 (元)	0.48	0.66	0.87	1.18	1.50
每股股利 (元)	0.07	0.10	0.13	0.19	0.27

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	16.0%	21.9%	21.2%	21.5%	21.9%
净资产收益率 (%)	14.3%	16.5%	18.4%	20.6%	21.6%
投入资本回报率 (%)	11.4%	13.7%	22.0%	50.1%	34.4%
EV/EBITDA	11.3	8.0	4.8	1.9	1.9
市盈率	15.0	11.0	8.4	6.2	4.9
股息率 (%)	1.0%	1.4%	1.8%	2.6%	3.7%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：10.00

上次预测：10.00

当前价格：7.33

2012.01.09

交易数据

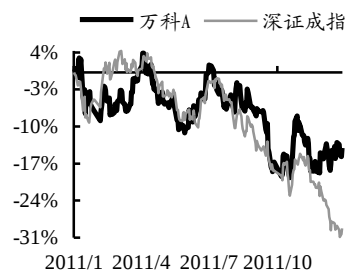
52 周内股价区间 (元)	6.88-9.34
总市值 (百万元)	80,595
总股本/流通 A 股 (百万股)	10,995/9,65
流通 B 股/H 股 (百万股)	1,315/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	42
日均成交值 (百万元)	310

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	46,896
每股净资产	4.27
市净率	1.7
净负债率	111%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.10	0.11
Q2	0.15	0.24
Q3	0.04	0.10
Q4	0.36	0.42
全年	0.66	0.87

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-1%	1%	-16%
相对指数	11%	17%	15%

相关报告

《11 全年及 12 年 130% 业绩已全部锁定》	2011.11.04
《现金充裕，业绩保障性强的跨周期品种》	2011.10.25
《业绩锁定超强，现金为王，未来大赢家》	2011.08.09
《期待整合大幕拉开》	2011.03.08
《新一轮现金收割启动》	2011.02.10

模型更新时间: 2012.01.04

股票研究

 金融
 房地产

万科 A (000002)
评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **10.00**

上次预测: 10.00

当前价格: 7.33

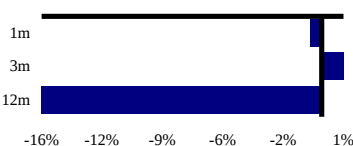
公司网址

www.vanke.com

公司简介

公司是目前中国最大的专业住宅开发企业,中国大陆首批公开上市的企业之一。公司于 1988 年介入房地产领域,1992 年正式确定大众住宅开发为核心业务,目前万科业务已经扩展到 18 个大中城市,并确定了以珠江三角洲、长江三角洲和环渤海湾区域为中心的三大区域城市群带发展以及其它区域中心城市的发展策略。公司连续六次获得“中国最受尊敬企业”称号,入选《华尔街日报》(亚洲版)“中国十大最受尊敬企业”,王石入选“改革开放 30 年深圳百名杰出企业家”。公司获得“CCTV60 年 60 品牌”荣誉,并入选“中国房地产企业 100 强”。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

6.88-9.34

市值 (百万)

80,595

财务预测 (单位: 百万元)
损益表
营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润
资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形资产及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)
现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额
财务指标
成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利润率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

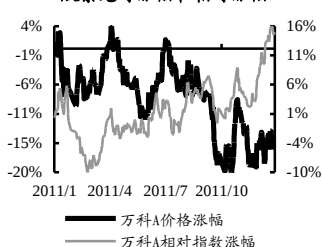
EV/EBITDA

P/S

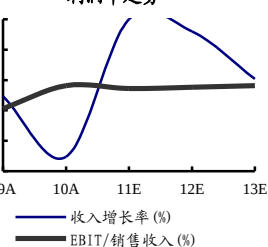
股息率

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
损益表					
营业总收入	48,881	50,714	70,442	95,652	118,243
营业成本	34,515	30,073	41,254	55,403	68,817
税金及附加	3,603	5,624	7,960	11,191	13,243
销售费用	1,514	2,079	3,170	4,304	5,203
管理费用	1,442	1,846	3,099	4,209	5,084
EBIT	7,808	11,091	14,959	20,545	25,895
公允价值变动收益	2	-15	0	0	0
投资收益	924	778	1,101	1,181	2,133
财务费用	574	504	525	673	443
营业利润	8,685	11,895	15,536	21,053	27,585
所得税	2,187	3,101	3,884	5,263	6,896
少数股东损益	1,100	1,556	2,070	2,857	4,196
净利润	5,330	7,283	9,582	12,933	16,493
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	23,003	37,817	41,393	74,447	65,481
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期投资	3,957	5,028	6,028	7,028	8,028
固定资产合计	1,949	1,984	2,208	2,422	2,624
无形资产及其他资产	113	1,462	697	988	1,279
资产合计	137,609	215,638	294,419	367,883	453,576
流动负债	68,058	129,651	199,313	259,002	326,900
非流动负债	24,142	31,401	30,687	30,762	30,837
股东权益	37,376	44,233	51,995	62,838	76,363
投入资本(IC)	51,176	59,876	51,113	30,784	56,495
现金流量表					
NOPLAT	5,826	8,210	11,219	15,409	19,421
折旧与摊销	96	117	97	109	120
流动资金增量	-1,001	-6,966	5,333	20,173	-26,097
资本支出	-664	-261	443	-613	-613
自由现金流	4,257	1,100	17,092	35,077	-7,169
经营现金流	9,253	2,237	18,573	36,708	-5,602
投资现金流	-4,191	-2,192	544	-432	520
融资现金流	-3,029	13,025	-15,541	-3,222	-3,884
现金流净增加额	2,034	13,070	3,576	33,054	-8,965
财务指标					
成长性					
收入增长率	19.2%	3.7%	38.9%	35.8%	23.6%
EBIT 增长率	-3.1%	42.0%	34.9%	37.3%	26.0%
净利润增长率	32.1%	36.7%	31.6%	35.0%	27.5%
利润率					
毛利率	29.4%	40.7%	41.4%	42.1%	41.8%
EBIT 率	16.0%	21.9%	21.2%	21.5%	21.9%
净利润率	10.9%	14.4%	13.6%	13.5%	13.9%
收益率					
净资产收益率(ROE)	14.3%	16.5%	18.4%	20.6%	21.6%
总资产收益率(ROA)	3.9%	3.4%	3.3%	3.5%	3.6%
投入资本回报率(ROIC)	11.4%	13.7%	22.0%	50.1%	34.4%
运营能力					
存货周转天数	931	1356	1460	1370	1370
应收账款周转天数	6	8	10	10	10
总资产周转天数	959	1271	1321	140	132
净利润现金含量	1.74	0.31	1.94	2.84	-0.34
资本支出/收入	1%	1%	-1%	1%	1%
偿债能力					
资产负债率	67.0%	74.7%	78.1%	78.8%	78.9%
净负债率	23.9%	21.7%	-14.0%	-64.1%	-41.0%
估值比率					
PE	15.0	11.0	8.4	6.2	4.9
PB	2.1	1.8	1.5	1.3	1.0
EV/EBITDA	11.3	8.0	4.8	1.9	1.9
P/S	1.6	1.6	1.1	0.8	0.7
股息率	1.0%	1.4%	1.8%	2.6%	3.7%

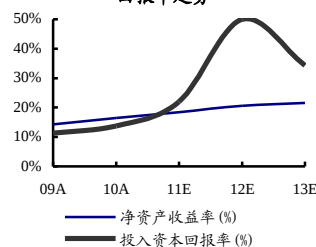
股票绝对涨幅和相对涨幅



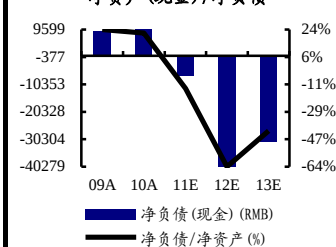
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



万科 12 月销售数据及未来展望电话会议纪要

一、会议纪要

1.12 月销售情况，签约量环比下降，主要是认购没有能够及时转化为签约。公告数据为签约数据，销售面积 59.9 万平、销售金额 58.2 亿，同环比均下降。但 12 月认购量环比仍大幅增长。12 月认购量在 150-160 亿元，环比增长约 60%左右，主要是 10 月、11 月由于蓄客低迷导致推盘不足，12 月进入大量推盘阶段，认购率较之前有明显回升。

12 月推盘大，销售速度回升。认购到签约的滞后，在下半年看有拉大趋势。客户首次置业占多，9 月份后，客户拿到贷款不确定性变高，所以签约需更长时间。

预计 1 月签约量环比上升，但是 2 月环比可能将下降。预计 1 月份认购量可能不太理想，因为有春节因素，但签约量会比较大，签约同比来看，会不特别理想，因为 11 年 1 月份基数大。由于 1 月份认购少，2 月份签约可能会比较低。

销售结构方面，90 平以下占比明显上升，144 平以上有所减少，所以 144 平以下的普通住房占比达到全年最高水平，首次置业和刚需继续占主流。

客户付款方面，银行贷款占全部购房款比例较前几个月明显回升，贷款环境有所改善，对万科这样自住需求占比大的公司，影响会更大一些。

买地情况。12 月买地块数比较多，总面积比较大，主要在二三线城市，总面积 209 万平，都是合作项目，万科占比都不高，南昌、重庆占比都低于 50%，权益面积 97 万平，地价也比较低，2200 元/平米，权益地价 21 亿多，公司买地仍然是慎重态度。

对 12 年展望：总体看来，上半年困难，下半年相对好。衡量的主要指标是去化率，上半年房子难卖。依据是上半年需求难有利好情况出现，基本自主需求的贷款环境改善，对万科影响大，但对行业整体来说，银行贷款占购房款比例整体不高。所以对行业不会是特别大的利好。另外 12 年上半年供给比较大，11 年上半年有些达到可售的项目并未推出，会陆续在明年上半年上市。供给多，而需求无大利好，导致市场会比较困难。下半年情况好转，这不是来自需求而是来自供给。新房推盘将减少，主要是受开工影响，11 年下半年开工下降。另外一方面，12 年上半年增加存货的过程，12 年中时，可售可能达到历史最高，但是可售中相当部分在下半年入市的活跃程度会降低，地产行业大部分房子其实是小企业推出的，12 年下半年小企业会进入冬眠。因为小企业通过小代理公司卖房子，给提成，小代理公司到时可能存活不多，所以小开发商的供给可能不会进入市场。下半年需求会好转，房屋价格经过上半年调整基本到位，大家形成共识。还有一点就是，需求供给结构上错位情况，到 12 年下半年会改善，因为企业调整了产品供应结构。

推盘方面：一般情况下是下半年推得多，上半年推得少，11 年我们上半年推得多，下半年推得少。因为我们判断 11 年上半年市场还可以。12 年我们判断上半年困难，下半年好，所以推盘上我们也会上半年少推，下半年多推。前四月份认购量可能都不会明显好转。

土地市场：12 年土地市场非常不乐观，市场上基本无买家。土地出让方在 12 年面临是否推出的选择，如果不推，就是供应量下降，如果推出，出让地价是否降，降则地价跌，不降则大量流拍。具体如何，有待继续观察。

12 年全年企业开工投资可能不理想，对上游行业影响大，全年可能都是负面影响。

二、提问环节

Q：为什么 12 月会大量推盘？是因为对 1 季度信贷情况乐观？还是因为其他？

A：10 月份很多未按计划推盘，因此拖到了 12 月份。跟信贷松动也有关系，10、11 月很多拿不到贷款额度，12 月份好一些，额度相对充足，利率方面预计 12 年上半年回到基准或下浮的可能性比较大。

Q：12 月份成交批售比如何？

A：行业整体看，成交批售比 11 月 0.55，12 月是 0.61，稍微好一些。

Q：12 月一线城市月度成交环比改善，您怎么看？成本控制上万科较同行有何优势？

A：12 月一二线环比改善，这个结论我持怀疑态度。我们关注的 14 个城市，12 月面积环比下降 8%，金额环

比上升 2%，这个还不算是趋势性的，谈不上环比明显改善。成交批售比来看是略好一点。12 月销售好于 11 月的，由于认购和签约的滞后，还可能由于贷款方面的改善，另外一个可能是观望情绪稍微有点趋于稳定。

行业转向制造业，主要指之前企业获取土地增值收益的时代基本趋向结束。地价下跌的话，手里地多不是好事，风险在上升。这就要求企业提高产品性价比，强调品牌、号召力。

而拼成本的阶段要到行业集中度比较高，整合基本完成后，大品牌之间才会拼成本。在拼成本阶段，工厂化会带来优势，但这目前还不为市场了解。工厂化对品质保障有优势。外墙全工厂化生产，可保障不开裂不漏水。另外万科还会引进机械化作业，这是我们广泛学习日本后得到的体会，我们有千人计划，派 1 千个工人去研修，降低对人工依赖，提升房子品质。另外，人工成本快速上升，除提高建安成本外，还会导致资金成本上升，因为找不到工人，会导致项目无法按预期进行，之前投入的资金会被占用，资金成本高。

Q: 认购率看，12 月好于 11 月，11 月好于 10 月，调整到现在，客户观望情绪有无缓解？未来如何？

A: 行业整体情况是 11 月比 10 月差，12 月比 11 月好，原因一方面是信贷，第二个是客户心态改变，买涨不买跌心态减少，这个情况在 12 年上半年可以维持。明年上半年销售应该不会比 10 月、11 月明显更差。

Q: 前不久公告信托项目，成本较高，怎么看？

A: 项目之所以公告，是因为是通过华润做的，是关联交易，才披露，并不是项目特别。其实成本不高，比较便宜。

表 1: 三季度主营收入增长较高，预计随着四季度结算增加仍能高速增长

项目	2007A	2008A	2009A	2010A	3Q2010	3Q2011
主营业务收入增长率	98.3%	15.4%	19.2%	3.7%	-24.2%	31.0%
净利润增长率	110.8%	-16.7%	32.1%	36.7%	10.6%	9.5%
经常性净利润增长率	129.9%	2.8%	-3.1%	42.0%	-6.3%	26.7%
毛利率	42.0%	39.0%	29.4%	40.7%	38.8%	41.8%
ROE	4.8%	3.4%	3.9%	3.4%	1.7%	1.3%
三项费用率	9.3%	9.9%	7.2%	8.7%	9.7%	10.8%
净利率	13.6%	9.8%	10.9%	14.4%	14.6%	12.2%
存货周转率	0.41	0.33	0.39	0.27	0.22	0.13

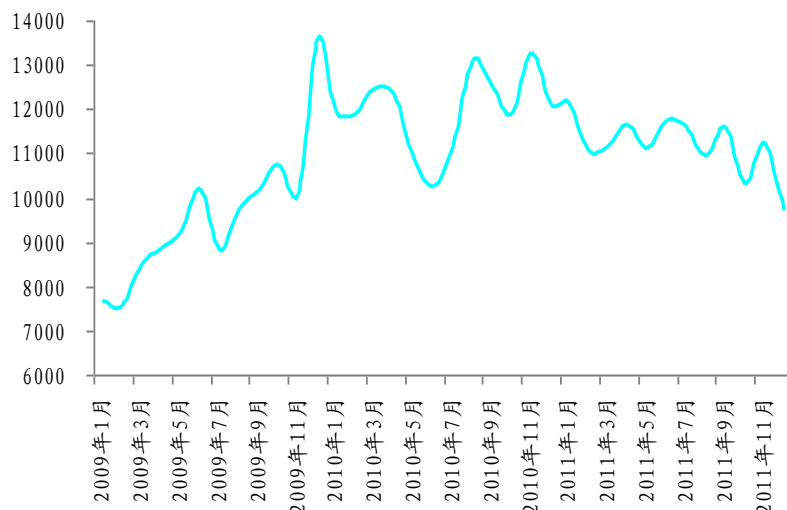
数据来源：国泰君安房地产研究团队

表 2: 货币资金维持高位，真实资产负债率水平低

项目	2007A	2008A	2009A	2010A	3Q2010	3Q2011
现金	17047	19978	23002	37817	40779	33899
每股经营性净现金流	-0.95	0.00	0.84	0.20	-0.11	-0.14
预售房款	21623	23946	31735	74405	65646	122815
银行借款	24956	27040	26131	41574	39149	46067
长期借款/总借款	65.56%	33.93%	66.98%	59.63%	59.56%	48.46%
银行借款/负债	37.71%	33.62%	28.34%	25.81%	28.25%	20.60%
速动比率	0.42	0.38	0.46	0.42	0.42	0.29
资产负债率	66.11%	67.44%	67.00%	74.69%	73.75%	78.97%
真实资产负债率	44.51%	47.36%	43.94%	40.18%	38.82%	35.61%
净负债率	27.01%	40.23%	23.87%	21.65%	33.34%	38.41%

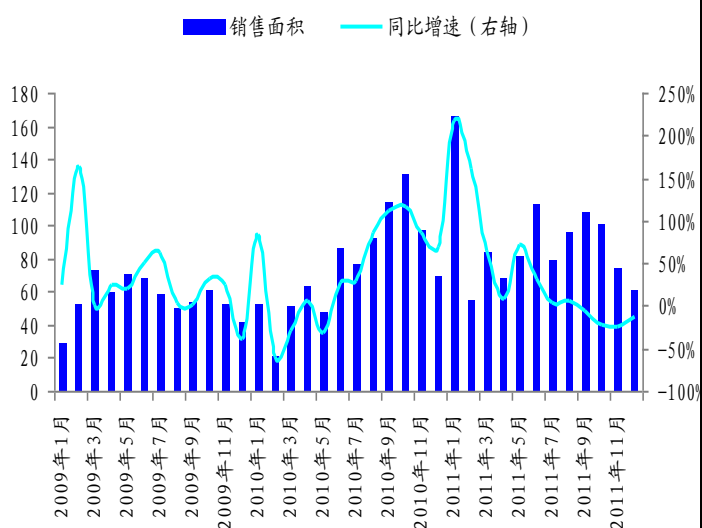
数据来源：国泰君安房地产研究团队

图 1: 由于推盘区域差异和促销力度加大, 12 月销售均价环比降 13.5%



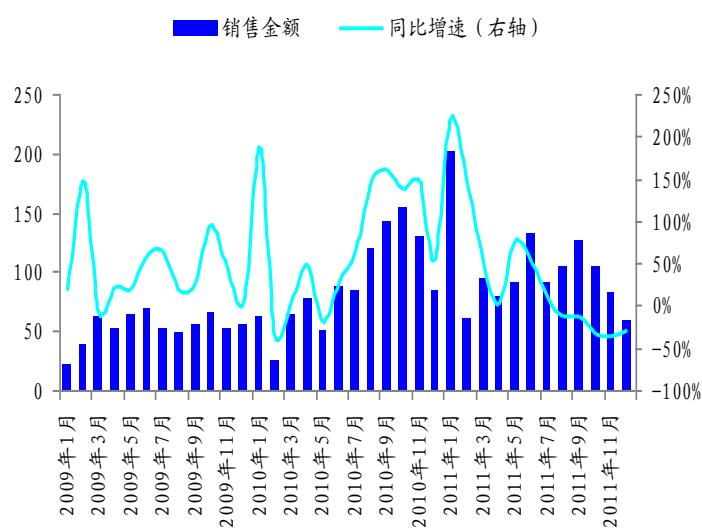
数据来源: 国泰君安房地产研究团队

图 2: 万科销售面积环比降 19%, 同比降 13%



数据来源: 国泰君安房地产研究团队

图 3: 销售金额环比降 29.8%, 同比降 30.3%



数据来源: 国泰君安房地产研究团队

作者简介:**李品科:**

执业资格证书编号: S0880511010037

电话: 010-59312815

邮箱: lipinke@gtjas.com

孙建平:

执业资格证书编号: S0880511010044

电话: 021-38676316

邮箱: sunjianping@gtjas.com

温阳 (贡献作者):

执业资格证书编号: S0880111090076

电话: 021-38674876

邮箱: wenyang010353@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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为作出投资决策的惟一参考因素，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“国泰君安证券研究”，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

1.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。

2.投资建议的评级标准

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 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%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
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

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		