

万科 A (000002) 年报点评

—— 蓄势待发

金融/房地产开发

推荐

维持评级

发布时间: 2012 年 3 月 13 日

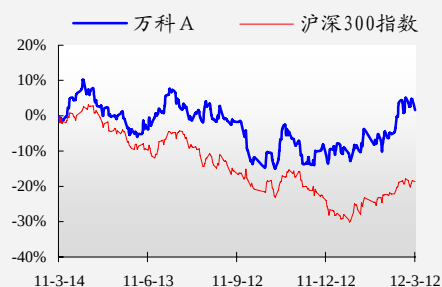
投资要点:

- 2011 年公司实现营业收入和归属于母公司所有者的净利润分别为 717.8 亿元和 96.2 亿元,比上年同期分别增长 41.5% 和 32.20%,略好于我们的预期。摊薄每股收益为 0.88 元,每股净资产 4.82 元,全面摊薄净资产收益率从 2010 年的 16.47% 上升到 18.17%。公司提出了每 10 股派送现金红利 1.30 元的分红预案。
- 公司当年销售金额站稳千亿元之上,并实现了 12.4% 的增长,继续稳居行业龙头的位置。预计公司经过本轮高速发展后会暂时进入调整和蓄势阶段,而本轮房地产市场的调整又会给公司提供新的增长契机。
- 公司继续坚持小型化和装修房的原则,产品结构以中小户型普通商品房为主,所销售的住宅中,144 平方米以下户型占比达到 88%。因此,公司受限购和限贷等宏观调控政策的影响较小。
- 2011 年实际新开工面积继续有所增加,2012 年趋于谨慎。
- 公司当年新增土地储备支出大幅减少,为未来实现底部扩张积蓄现金资源。
- 盈利预测及投资评级:我们对公司 2012 和 2013 年的业绩预测为:2011 年每股收益为 1.12 元;2013 年每股收益为 1.37 元,并维持推荐评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2011	7,178,274	41.55	962,487	32.15	0.88	18.17	9.49	
2012E	9,780,000	36.25	1,233,828	28.6	1.12	18.85	7.46	
2013E	11,736,000	20.00	1,501,610	21.70	1.37	18.74	6.09	
2014E								

走势图



市场数据

2012-3-12

收盘价:	8.35 元
52 周最高价:	9.18 元
52 周最低价:	6.88 元
平均持仓成本:	8.10 元

基本数据

2011Q4

总股本 (万股):	1,099,521
流通 A 股 (万股):	966,183
每股收益 (元):	0.88
每股净资产 (元):	4.82
每股经营现金流 (元):	0.31
市净率:	1.73

分析师: 高建

执业证书编号: S0550511020011

TEL: (8621)20361169

FAX: (8621)20361159

Email: gaoj@nesc.cn

地址: 上海市源深路 305 号

邮编: 200135

事项：2012 年 3 月 13 日，万科公布了 2011 年年度报告：2011 年公司实现营业收入和归属于母公司所有者的净利润分别为 717.8 亿元和 96.2 亿元，比上年同期分别增长 41.5%和 32.20%，略好于我们的预期。每股收益为 0.88 元，每股净资产 4.82 元，全面摊薄净资产收益率从 2010 年的 16.47%上升到 18.17%。公司提出了每 10 股派送现金红利 1.30 元的分红预案。

公司当年销售金额站稳千亿元之上，并实现了 12.4%的增长，继续稳居行业龙头的位置。2011 年公司实现商品房销售面积 1075.3 万平方米，销售金额 1215.4 亿元，同比 2010 年分别增长 19.8%和 12.4%，高于 2011 年房地产行业 4.9%和 12.1%的行业平均增长水平。经历 2008 年行业低谷期后，万科自 2009 年起获得了一轮快速的扩张和发展，可以说，每一轮行业的调整都会给万科带来新的扩张机会。预计公司经过本轮高速发展后会暂时进入调整和蓄势阶段，而本轮房地产市场的调整又会给公司提供新的增长契机。

公司继续坚持小型化和装修房的原则，产品结构以中小户型普通商品房为主，所销售的住宅中，144 平方米以下户型占比达到 88%。因此，公司受限购和限贷等宏观调控政策的影响较小。

●2011 年实际新开工面积继续有所增加，2012 年趋于谨慎

2011 年公司实际完成开工面积 1448 万平方米，较上年增长 16%，高于年初计划的 1329 万平方米；竣工面积 659 万平方米，较上年增长 49%。新开工面积增幅的减少应该和公司 2011 年销售面积增幅减少以及公司对未来的预期趋于谨慎有关，公司对 2012 年新开工面积的计划为 1328 万平方米，略低于 2011 年实际新开工面积。

附表 2: 万科近几年新开工及竣工面积

名称	新开工面积(万平方米)	增幅	竣工面积(万平方米)	增幅
2005	259.3	8%	217.4	37%
2006	500.6	93%	327.5	51%
2007	776.7	55%	445.3	36%
2008	523.3	-27%	529.4	19%
2009	561	7%	536	1%
2010	1248	122%	442	-17.5%
2011	1448	16%	659	49%

数据来源：东北证券整理

●公司当年新增土地储备支出大幅减少，为未来实现底部扩张积蓄现金资源

2011 年，公司共新增项目 58 个，项目规划建筑面积总计 1800 万平方米，按万科权益计算的建筑面积合计约 1149 万平方米，平均土地成本约 2572 元/平方米，较 10 年降低 10%左右。新增项目的万科权益地价约 295.6 亿元，占同期销售金额的比例不足 25%，为未来实现底部扩张积蓄了现金资源。截至 2011 年底，公司共有开发项目 280 个，其中，在建项目万科权益建筑面积合计约 2,165 万平方米，规划中项目万科权益建筑面积合计约 3,547 万平方米，合计超过 5,700 万平方米的可结算资源，已足够公司未来 3-4 年的开发量。

附表 4: 万科近几年新增项目统计

名称	新增项目数	规划建面(万 m ²)	权益建面(万 m ²)	地价(亿元)
2005	24	651.2		36.5
2006	47	1222	982	228
2007	54	1142	934	409
2008	28	679	465	136
2009	28	1332	1036	248.2
2010	87	2963	2215	615
2011	58	1800	1149	295.6

数据来源: 东北证券整理

●当期财务数据对比分析:

从毛利率水平来看, 2011 年公司的毛利率变化不大, 主要原因在于公司当年结转的项目大部分为 2010 年底的已售未结资源以及 2011 年上半年所销售项目。这些项目在销售时的市场价格尚未出现明显调整, 公司 2011 年的结算利润率降幅不大。但 2011 年下半年后, 随着房地产销售价格的调整, 企业打折促销行为增加, 预计公司的结算毛利率和净利率将会有所下降。

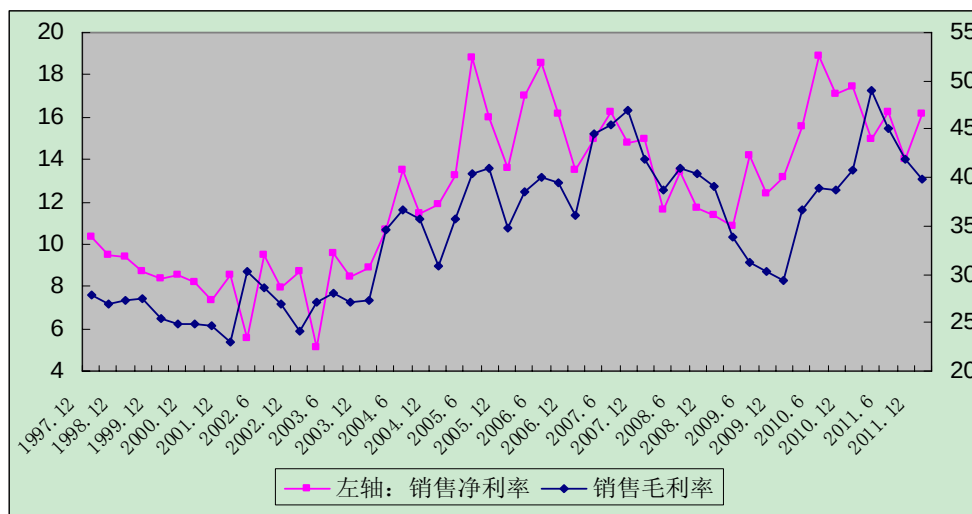
值得一提的是, 公司当期的期间费用率水平较 2010 年下降了近 1 个百分点, 显示出公司管理层在成本控制和费用管理上的努力, 并取得了实质性的效果。我们预计, 公司未来期间费用率水平继续降低的空间有限。

附表 5: 万科近 5 年财务数据对比分析

名称	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
销售毛利率	34.79%	36.15%	41.99%	39%	29.39%	40.7%	39.78%
销售净利率	13.58%	13.52%	14.97%	11.32%	13.15%	17.43%	16.16%
期间费用率	9.49%	9.07%	9.34%	9.88%	7.22%	8.73%	7.86%
预收账款(亿)	46.64	88.36	216.22	239.46	317.35	744	1111
货币资金(亿)	32.49	107.44	170.46	199.78	230.00	378	342
资产负债率	60.98%	65.04%	66.11%	67.44%	67%	75%	77.1%

数据来源: WIND

附图 1: 万科近年毛利率走势



数据来源: WIND

●公司现金流分析

2011 年, 公司的经营性现金净流量为净流入 33.89 亿元, 投资性现金净流量为净流出 56.52 亿元, 基本实现了现金收支平衡。目前公司账面保有现金 342 亿元, 短期借款和一年内到期长期借款的总和 235 亿元, 尚未支付的土地出让金 113 亿元, 货币资金能够完全覆盖短期负债。

附表 6: 万科经营性现金流量分析

单位: 亿元

名称	2006	2007	2008	2009	2010	2011
经营现金净流入	-30.24	-104.38	-0.34	92.53	22.37	33.89
投资性现金净流入	-15.50	-46	-28.44	-41.90	27.00	-56.52
净利润	22.98	48.44	40.33	53.30	72.80	96.20
资本市场融资	42	100	53	-	-	-

数据来源: 东北证券整理

盈利预测及投资评级: 我们对公司 2012 和 2013 年的业绩预测为 2011 年每股收益为 1.12 元; 2013 年每股收益为 1.37 元, 并维持推荐评级。

附表 7: 万科利润表预测

	2008 年报	2009	2010	2011	2012	2013
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
一、营业总收入(万元)	4,099,177.92	4,888,101.00	5,071,385.14	7,178,274.98	9,780,000.00	11,736,000.00
营业收入(万元)	4,099,177.92	4,888,101.00	5,071,385.14	7,178,274.98	9,780,000.00	11,736,000.00
二、营业总成本(万元)	3,485,566.33	4,112,244.00	3,958,184.29	5,671,637.95		
营业成本(万元)	2,500,527.45	3,451,472.00	3,007,349.52	4,322,816.36	6,161,400.00	7,452,360.00
营业税金及附加(万元)	453,387.30	360,258.00	562,410.88	777,878.61	929,100.00	1,091,448.00
销售费用(万元)	186,035.01	151,371.00	207,909.28	255,677.51	266,000.00	286,000.00
管理费用(万元)	153,079.92	144,199.000	184,636.93	257,821.46	270,000.00	290,000.00
财务费用(万元)	65,725.33	57,368.00	50,422.77	50,981.30	55,000.00	58,000.00
资产减值损失(万元)	126,811.32	-52,424.00	-54,545.10	6,462.72	-	-
三、其他经营收益(万元)				69,684.64		
公允价值变动收益(万元)		243.00	-1,505.45	-286.86	-	-
投资净收益(万元)	20,941.14	92,408.00	77,793.12	69,971.50	38,000.00	42,000.00
其中：对联营企业和合营企业的投资收益(万元)	20,973.59	54,186.00	29,170.30	64,398.78	38,000.00	42,000.00
四、营业利润(万元)	636,478.96	868,508.00	1,189,488.53	1,576,321.67	2,136,500.00	2,600,192.00
加：营业外收入(万元)	5,745.51	7,068.00	7,172.72	7,618.67	0	0
减：营业外支出(万元)	9,995.91	13,833.00	2,585.99	3,352.10	0	0
其中：非流动资产处置净损失(万元)	233.64	158.00	121.18	114.43	0	0
五、利润总额(万元)	632,228.56	861,743.00	1,194,075.26	1,580,588.24	2,136,500.00	2,600,192.00
减：所得税(万元)	168,241.65	218,742.00	310,114.21	420,627.62	534,125.00	650,048.00
六、净利润(万元)	463,986.92	643,001.00	883,961.05	1,159,960.62	1,602,375.00	1,950,144.00
减：少数股东损益(万元)	60,669.91	110,027.00	155,648.35	197,473.09	368,546.25	448,533.12
归属于母公司所有者的净利润(万元)	403,317.00	532,974.00	728,312.70	962,487.53	1,233,828.75	1,501,610.88
总股本	1,099,500.00	1,099,500.00	1,099,500.00	1,099,500.00	1,099,500.00	1,099,500.00
七、每股收益：						
(一) 基本每股收益(元)	0.37	0.48	0.66	0.88	1.12	1.37

数据来源：东北证券整理

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）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征价。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。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。