

吴剑雄

执业证书编号: S0730511010007

021-50588666-8033

wujx@ccnew.com

从容面对调控时代的行业领跑者

——万科 A (000002) 2011 年年报点评

研究报告-公司点评

买入(调高)

发布日期: 2012 年 3 月 13 日

报告关键要素:

“冬练三九，创造健康人生；日善毫厘，成就健康企业”。经历了两年的严厉调控，万科依旧保持了稳健的增长，稳健的财务、符合限购时代的小户型等都成为公司继续面对调控的资本。行业依旧处于暂时看不到松动的调控时代，但是公司的特质让我们坚信其能“向着阳光奔跑”。我们调高持公司投资评级至“买入”。

事件:

万科公布了 2011 年年报。公司实现营业收入 717.8 亿元，同比增长 41.5%，实现净利润 96.2 亿元，同比增长 32.2%。实现结算面积 562.4 万平方米，结算收入 706.5 亿元，同比分别增长 24.4%和 41.2%，基本每股收益 0.88 元。2011 年分红派息方案为每 10 股派送人民币 1.3 元（含税）现金股息。

点评:

- 公司 2011 年销售领先行业及竞争对手，全国市场占有率基本稳定。公司 2011 年共实现销售面积 1075.3 万平方米，销售金额 1215.4 亿元，同比分别增长 19.8%和 12.4%，销售同比增速高于行业平均水平，也领先于主要同级别竞争对手。公司市场全国市场占有率为 2.06%，与 2010 大致相当。

图 1: 万科近 3 年销售状况走势图

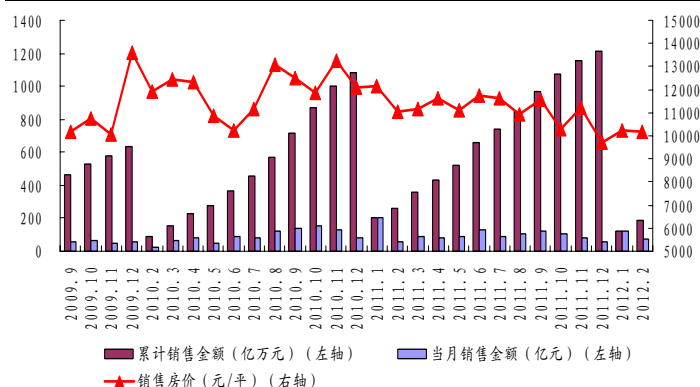
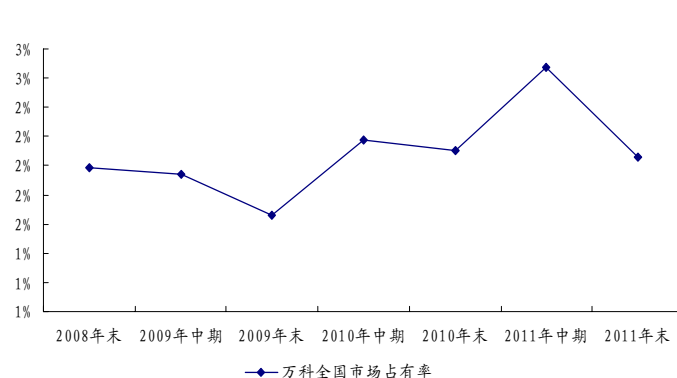


图 2: 万科近 4 年全国市场占有率走势图



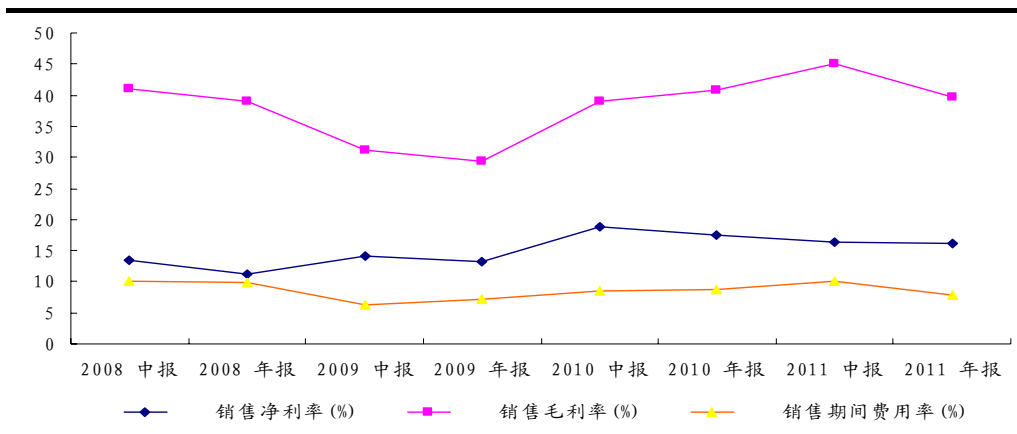
资料来源: 中原证券研究所, 公司公告

资料来源: 中原证券研究所, 公司公告

- 2011 年毛利率暂未受房价下跌影响而保持稳定，但 2012 年将会下滑。2011 年公司房地产业务结算毛利率 28.79%，较 2010 年下降 0.96 个百分点，结算净利率 15.01%，较 2010 年下降 0.51 个百分点。2011 年结算毛利率未受调控大的影响而保持稳定的原因在于，公司所结算的项目，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，该等项目销售时，市场价格尚未出现明显调整，同时，公司三费率保持在较低水平。但 2011 年下半年后，随着市场景气度的下滑，企业打折促销行为增加，住宅销售的毛利率亦不可避免的受到影响。随着市场调整的深入，销售的困难程度增加，

公司营销费用和管理费用占比将会上升。预计未来一段时期,公司的结算毛利率和净利率相对于2011年将有所下降。

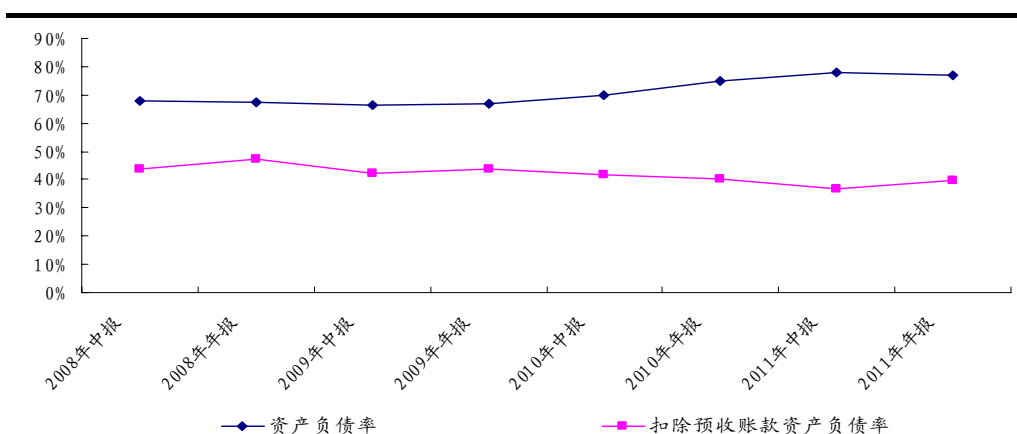
图 3: 万科近 4 年盈利走势



资料来源: 中原证券研究所, 公司公告

- **公司坚持稳健经营, 财务状况良好, 可以从容应对长时期行业困境。**公司的资产负债率相比 2010 年同期的 74.7% 有所上升至 77.1%, 但剔除预收账款后, 公司其他负债占总资产的比例为 39.6%, 相比 2010 年底的 40.2% 有所降低。2011 年期末, 公司的净负债率为 23.8%, 继续保持在行业较低的水平。公司的债务结构健康, 有息负债占全部负债的比例仅 22.1%, 且有息负债中, 长期有息负债的比例为 53.2%。源于销售好于市场整体, 在投资上坚持谨慎的策略, 公司在行业整体融资环境相对紧张的情况下, 仍然保持着相对良好的资金状况。2011 年期末, 公司持有货币资金 342.4 亿元, 远高于短期借款和一年内到期的长期借款总额 235.7 亿元, 足以确保经营的安全性和稳定性。

图 4: 万科近 4 年负债率



资料来源: 中原证券研究所, 公司公告

- **土地储备可满足未来 2 到 3 年开发, 且成本合理。**公司在土地储备上坚决贯彻“宁可错过, 绝不拿错”的方针, 在土地市场和楼市都高度变化而资金链紧张的调控时期, 这一原则有力地保证了土地规模、土地成本的合理性和资金链的安全。目前公司权益计算的建筑面积为 3547 万平方米, 基本可满足未来两到三年的开发需求。2011 年公司新增加开发项目 52 个, 按权益计算的占地面积约 416 万平方米 (对

应规划建筑面积约922万平方米), 平均楼面地价约2707元/平方米。

- **小户型装修房成为调控时代最重要的应对之道。**在房地产大发展时期, 产品并没受到企业的和消费者的关注, 大户型毛坯房是绝大多数开发企业的选择, 但在市场调整时期, 尤其市场因为“限购”政策而发生调整时, 小户型、装修房对应的基本自住需求更为稳定。坚持小户型和装修房一直是万科稳定的经营策略, 近年来, 万科销售的产品中, 144 平方米以下户型, 占比一直接近 90%, 公司的产品适应限购时代的市场需求, 在产品竞争取得先机。
- **公司未来两年业绩保障性高。**2011 年末公司已销售未结算资源面积合计 1085 万平方米, 金额 1222 亿元, 每股约为 11.11 元, 假设销售净利率为 15%, 则已售未结算每股净利润为 1.67 元, 已售未结算资源足以保证 2012 年的业绩及部分 2013 年业绩。
- **盈利预测和投资评级。**预计公司2012-2013年每股收益分别为1.16元和1.49元, 3月12日股价对应的市盈率分别为 7.22倍和5.62倍。作为继续保持稳健增长的行业龙头, 其估值低估。上调公司投资评级至“买入”。
- **风险提示。**行业销售超预期萎缩导致公司销售严重滞销的政策风险。

盈利预测

	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入 (亿元)	507.14	717.83	958.30	1264.96
增长比率 (%)	3.75	41.54	33.50	32.00
净利润 (亿元)	72.83	96.25	127.08	163.30
增长比率 (%)	36.64	32.16	32.03	28.50
每股收益 (元)	0.66	0.88	1.16	1.49
市盈率 (倍)	12.65	9.49	7.22	5.62

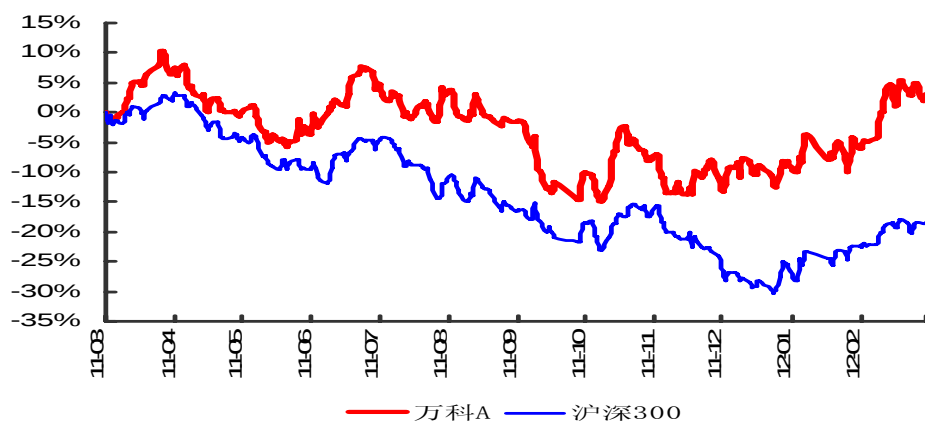
市场数据 (2012年3月12日)

收盘价 (元)	8.35
一年内最高/最低 (元)	9.28/6.88
沪深300 指数	2654.41
市净率 (倍)	1.73
流通市值 (亿元)	86.49

基础数据 (2011年12月31日数据)

每股净资产 (元)	4.82
每股经营现金流 (元)	0.31
毛利率 (%)	39.78
净资产收益率 (%)	18.17
资产负债率 (%)	74.69
总股本/流通股 (亿股)	109.95/96.56
B股/H股 (亿股)	13.14/

个股相对沪深 300 指数走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。