



# 全年业绩逆市稳定增长

——万科 2011 年 12 月销售数据点评

2012 年 1 月 4 日

强烈推荐/维持

万科 A

公司点评

郑闵钢	房地产行业分析师	电话: 010-66554031	执业资格证号: S1480510120012
联系人: 张鹏	010-66554029	zhangpeng@dxzq.net.cn	

## 事件:

公司发布 2011 年 12 月份销售情况: 2011 年 12 月份公司实现销售面积 59.9 万平方米, 同比下降 13.06%, 环比下降 18.83%; 销售金额 58.2 亿元, 同比下降 30.3%, 环比下降 29.79%。2011 年 1~12 月份, 公司累计实现销售面积 1075.3 万平方米同比增长 19.78%, 销售金额 1215.4 亿元, 同比增长 12.37%。

## 观点:

### 1. 签约时间滞后影响销售业绩体现

公司 12 月份的销售金额环比 11 月份有所下降近 30%, 主要是由于认购与签约的不同步所致。公司表示, 从认购金额来看, 12 月份环比 11 月有较明显增长, 但因为大多数推盘都集中在下半月, 有相当比例的房屋虽然在 12 月实现了认购, 但尚未完成签约。截至 12 月底, 公司已认购待签约产品规模超过 100 亿, 其业绩将在未来几个月中陆续体现。从认购口径的销售率来看, 12 月份公司的新推盘销售率依然保持在 60% 以上。

如果按照认购产品规模 100 亿元计算, 公司 12 月销售额应环比增长 20%, 因此, 我们可以判断, 公司自从启动“过冬模式”以来, 灵活的定价策略和促销措施取得了良好效果。

### 2. 公司良好的产品定位和灵活的经营模式是公司制胜法宝

纵观全年, 公司在国家调控严厉、市场表现低迷的情况下, 依然取得 12% 的销售增长, 主要依靠的是始终面向自住购房者的产品定位和坚决贯彻快速销售的策略。2011 年, 公司所销售的住宅以中小户型普通知足还为主, 其中 144 平方米以下的户型占比达 88%, 这一比例在第四季度达到 91%; 同时, 公司坚持以新推盘当月销售率达到 60% 为比较理想的销售速度; 最后, 公司具有较强的前瞻性, 在 2011 年上半年加大推盘力度, 大大减轻了下半年市场低迷时的销售压力, 全年销售业绩可以实现从容不迫的稳定增长。

### 3. 公司全年拿地谨慎, 平均地价基本与 2010 年持平

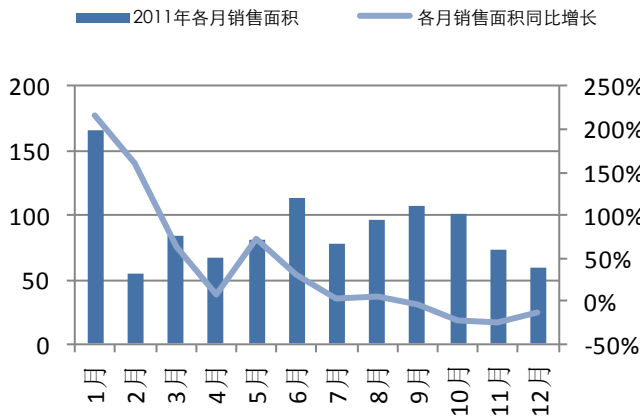
公司 12 月份共取得六个项目, 新增规划建筑面积 209.6 万平方米, 权益规划建筑面积 97.66 万平方米, 全部以合作的方式取得。公司 2011 年全年获得项目储备 1206 万平方米, 较 2010 年减少 1000 万平方米, 对应土地款 339 亿元, 较 2010 年减少 250 亿元, 平均楼面地价 2811 元/平方米, 较 2010 年 2686 元/平方米的平均地价基本持平。

公司 2011 年项目储备的减少, 体现了公司谨慎的经营态度。公司 2011 年销售额实现增长, 但地价款支出下降, 可以判断公司目前财务稳健, 资金充足, 在土地市场机会到来时, 公司有望从容应对。

## 结论:

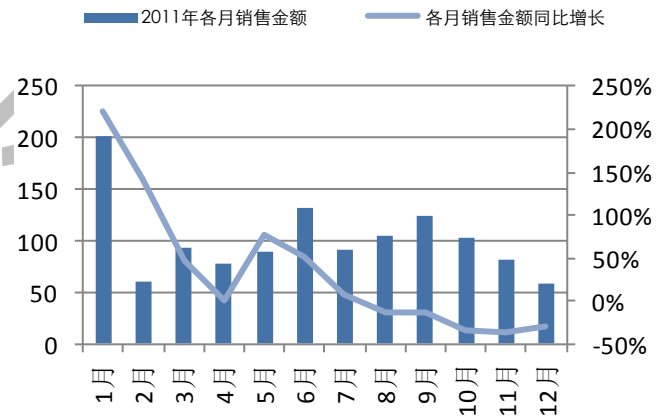
我们认为，从 12 月份认购的情况来看，公司积极的销售措施取得了良好效果。公司产品定位明确、布局合理、体制成熟，在当前的市场环境下，公司快速周转的经营理念 and 分散风险的经营策略使得公司具有较好的安全边际。万科这样的强势企业在调控中拥有更好的自我调节能力，在调控中仍能保持较好增长。我们预计公司 2011 年至 2013 年的每股收益分别为 0.94 元、1.12 元和 1.48 元，对应的 PE 分别为 7.79、6.54 和 4.95。我们维持“强烈推荐”的投资评级。按 11 年业绩 13 倍 PE，我们给予万科六个月的目标价为 12 元。

图 1：公司 2011 年各月销售面积及同比增速



资料来源：公司公告，东兴证券

图 2：公司 2011 年各月销售金额及同比增速



资料来源：公司公告，东兴证券

资产负债表		单位:百万元				利润表		单位:百万元							
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E	
<b>流动资产合计</b>	205521	254582	354128	489245	<b>营业收入</b>	50714	81360	109900	149900						
货币资金	37817	32544	43960	59960	<b>营业成本</b>	30073	50443	69237	94437						
应收账款	1594	1783	2409	3285	营业税金及附加	5624	8136	10990	14990						
其他应收款	14938	23965	32372	44155	营业费用	2079	3254	4396	5996						
预付款项	17838	30449	47758	71367	管理费用	1846	2929	3956	5396						
存货	133333	165841	227628	310478	财务费用	504	1454	3279	5851						
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	-545.45	0.00	0.00	0.00						
<b>非流动资产合计</b>	10117	8419	8145	7871	公允价值变动收益	-15.05	4.00	4.00	4.00						
长期股权投资	4494	4494	4494	4494	投资净收益	777.93	700.00	500.00	500.00						
固定资产	1219.58	#####	1510.79	1274.25	<b>营业利润</b>	11895	15848	18546	23734						
无形资产	374	337	299	262	营业外收入	71.73	60.00	60.00	60.00						
其他非流动资产	1056	0	0	0	营业外支出	25.86	40.00	40.00	40.00						
<b>资产总计</b>	215638	263001	362272	497116	<b>利润总额</b>	11941	15868	18566	23754						
<b>流动负债合计</b>	129651	168972	252267	368799	所得税	3101	3967	4641	5939						
短期借款	1478	32828	88241	166980	<b>净利润</b>	8840	11901	13924	17816						
应付账款	16924	27640	37938	51746	少数股东损益	1556	1556	1556	1556						
预收款项	74405	87423	105007	128991	归属母公司净利润	7283	10344	12368	16259						
<b>非流动负债合计</b>	31401	31799	38799	45799	EBITDA	12869	17575	22099	29859						
长期借款	24790	31790	38790	45790	<b>BPS (元)</b>	0.66	0.94	1.12	1.48						
其他非流动负债	9	9	9	9	<b>主要财务比率</b>										
<b>负债合计</b>	161051	200772	291066	414598		2010A	2011E	2012E	2013E						
少数股东权益	10354	11910	13466	15023	<b>成长能力</b>										
实收资本(或股本)	10995	10995	10995	10995	营业收入增长	3.7%	60.43%	35.08%	36.40%						
资本公积	8789	8789	8789	8789	营业利润增长	385.7%	33.23%	17.03%	27.98%						
未分配利润	13470	18642	24826	32956	归属于母公司净利润增长	244.7%	42.03%	19.56%	31.46%						
归母公司股东权益合计	44233	50319	57740	67495	<b>获利能力</b>										
<b>负债和所有者权益</b>	215638	263001	362272	497116	毛利率(%)	41%	38%	37%	37%						
<b>现金流量表</b>		单位:百万元				净利率(%)	17%	15%	13%	12%					
	2010A	2011E	2012E	2013E	总资产净利润(%)	3%	4%	3%	3%						
<b>经营活动现金流</b>	189	-25861	-43274	-57889	ROE(%)	16%	21%	21%	24%						
净利润	8840	11901	13924	17816	<b>偿债能力</b>										
折旧摊销	469.94	0.00	273.93	273.93	资产负债率(%)	75%	76%	80%	83%						
财务费用	504	1454	3279	5851	流动比率	1.59	1.51	1.40	1.33						
应付帐款的变化	0	10716	10298	13808	速动比率	0.56	0.53	0.50	0.48						
预收帐款的变化	0	13018	17584	23984	<b>营运能力</b>										
<b>投资活动现金流</b>	0	1760	504	504	总资产周转率	0.29	0.34	0.35	0.35						
公允价值变动收益	0	4	4	4	应收账款周转率	43.96	48.18	52.43	52.65						
长期投资	4494	4494	4494	4494	应付账款周转率	3.05	3.65	3.35	3.34						
投资收益	778	700	500	500	<b>每股指标(元)</b>										
<b>筹资活动现金流</b>	0	18828	54186	73385	每股收益(最新摊薄)	0.66	0.94	1.12	1.48						
短期借款	1478	32828	88241	166980	每股净现金流(最新摊薄)	0.03	-0.48	1.04	1.46						
长期借款	24790	31790	38790	45790	每股净资产(最新摊薄)	4.02	4.58	5.25	6.14						
普通股增加	0	0	0	0	<b>估值比率</b>										
资本公积增加	232	0	0	0	P/E	11.05	7.75	6.48	4.93						
财务费用	0.00	-1454	-3279	-5851	P/B	1.81	1.59	1.39	1.19						
<b>现金净增加额</b>	189	-5273	11416	16000	EV/EBITDA	6.97	6.48	7.73	8.05						

## 分析师简介

---

### 郑闵钢

房地产行业高级研究员，东南大学土木工程系毕业，2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究至今。

## 联系人简介

---

### 张鹏

金融学硕士，具有房地产行业从业经验，2010 年起从事房地产行业研究工作至今。

## 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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。