

目标准确，眼光深远

——万科 A (000002) 调研报告

2012 年 2 月 15 日

强烈推荐/维持

万科 A

调研报告

报告摘要:

- **合适的产品类型和准确的客户定位使得公司占尽市场先机。**公司目前产品结构中，144 平方米以下的户型占 88%。客户结构中，首次购房者的比例逐年提升，目前占比为 36%。公司产品定位为面向大众的普通住宅，这一定位恰好符合我国的主流消费人群，也符合政策调控中所要支持的人群。因此公司历经了数个房地产波动周期后，不但能够保持较好的发展，并能够在调控中获取更多的发展和壮大自己的机会。
- **质量控制是公司的生命线。**公司长期以来对于产品质量尤其重视，未来还将加大规模型战略总包的合作力度，全面学习日本的施工经验；公司继续推进工业化体系建设，11 年公司工业化项目开工 272 万平方米，完善了工业化分级体系，为工业化的进一步发展提供了技术支持；今后公司在绿色住宅方面投入的精力将继续增强，11 年公司通过绿色三星评审项目共 273.7 万平方米，同比增长 365%，其中三星住宅部分 268 万平方米，占全国的 50.7%，未来绿色住宅在公司产品中的比重将继续加大。
- **公司项目布局成熟，未来将进入深耕阶段。**公司在长三角、珠三角、环渤海和中西部重点城市的布局已经结束，目前公司已经进入的城市为 50 个，其中一线城市 5 个，二线城市 18 个，三线城市 27 个。公司一、二、三线城市项目权益面积占比分别为 19%、41%和 40%。公司未来将主要深耕这些已经进入的城市，在这些城市里面寻找合适的投资项目。同时，公司未来将加大一线城市的关注程度，目前一线城市市场正在经历深度调整，未来可能具备较好的投资机会。
- **公司盈利预测及投资评级。**我们预计公司 2011 年至 2013 年的营业收入分别为 729.12 亿元、953.09 亿元和 1205.53 亿元，每股收益分别为 0.85 元、1.06 元和 1.32 元，对应的 PE 分别为 9.03、7.24 和 5.8。我们维持“强烈推荐”的投资评级。按 12 年业绩 10 倍 PE，我们给予万科六个月的目标价为 10 元。

财务指标预测

指标	09A	10A	11E	12E	13E
营业收入(百万元)	48,881	50,714	72,912	95,309	120,553
增长率(%)	19.25%	3.75%	43.77%	30.72%	26.49%
净利润(百万元)	5,330	7,283	9,379	11,686	14,589
增长率(%)	32.15%	36.65%	28.77%	24.60%	24.85%
每股收益(元)	0.480	0.660	0.853	1.063	1.327
净资产收益率(%)	14.26%	16.47%	18.86%	20.59%	22.27%
PE	16.04	11.67	9.03	7.24	5.80
PB	2.27	1.91	1.70	1.49	1.29

郑闵钢

执业证书编号: S1480510120012

房地产行业分析师

010-66554031 Zhengmg@dxzq.net.cn

联系人: 张鹏

010-66554029 Zhangpeng@dxzq.net.cn

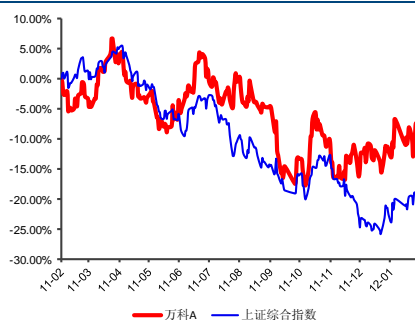
资产负债表数据 (9.30)

总资产(百万元)	283,205.81
股东权益(百万元)	59,553.75
每股净资产(元)	4.27
市净率(X)	1.81
负债率(%)	78.97

交易数据

52 周股价区间(元)	6.88	9.28
总市值(万元)	8,403,783.89	
流通市值(万元)	7,437,105.31	
总股本/流通 A 股(万股)	1,099,521/	965,858
流通 B 股/H 股(万股)	1,314,95/5,468.00	
52 周日均换手率	0.57	

52 周股价走势图



资料来源: wind

相关研究报告

- 1、《万科 A: 全年业绩逆市稳定增长》 2012-1-5
- 2、《万科 A: 销售转入低迷, 过冬模式启动》2011-12-6
- 3、《万科 A 三季报点评: 稳健发展, 四季度结算加大》 2011-10-25
- 4、《万科 A: 销售强劲, 今明二年业绩增长无忧》 2011-8-19
- 5、《万科: 调控中优势显现更为突出》 2011-3-28
- 6、《万科 A: 迎来突破, 地位将进一步提高》 2011-3-8

目 录

1、公司是中国住宅产业的领跑者.....	3
2、公司发展速度突飞猛进.....	4
3、合适的产品类型和准确的客户定位使得公司占尽市场先机.....	5
4、公司成本控制严格，质量把关精确.....	6
5、公司全国布局已经完成，未来将深耕已进城市.....	7
6、公司财务稳健，蓄势待发.....	7
7、公司盈利预测和投资建议.....	8
8、风险提示.....	错误！未定义书签。9

表格目录

表 1：公司盈利预测表.....	错误！未定义书签。8
------------------	------------

插图目录

图 1：公司股权结构图.....	3
图 2：公司历年营业收入及增长率.....	4
图 3：公司历年净利率及增长率.....	4
图 4：2010 年公司收入来源地区结构.....	4
图 5：2010 年公司净利润来源地区结构.....	4
图 6：2010 年公司收入来源地区结构.....	5
图 7：2010 年公司净利润来源地区结构.....	5
图 8：公司历年销售面积、销售金额和销售单价.....	6
图 9：公司销售面积和销售金额占全国比重.....	6
图 10：公司历年毛利率、营业利润率和净利率.....	6
图 11：公司历年销售费用和管理费用占营业收入比重.....	6
图 12：2010 年末公司各城市项目储备.....	7
图 10：公司的资产负债率和扣除预收款项的真实资产负债率.....	8
图 11：公司的净负债率和货币资金占资产比重.....	8

1. 公司是中国住宅产业的领跑者

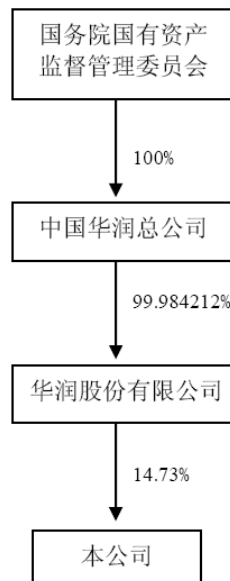
公司成立于1984年5月，是目前中国最大的专业住宅开发企业。公司1988年进入房地产行业，1993年将大众住宅开发确定为公司核心业务。至2011年中期，业务覆盖到以珠三角、长三角、环渤海三大城市经济圈为重点的50个城市。

经过多年努力，公司逐渐确立了在住宅行业的竞争优势：“万科”成为行业第一个中国驰名商标，旗下“四季花城”、“城市花园”、“金色家园”等品牌得到各地消费者的接受和喜爱，公司也是国内第一家聘请第三方机构，每年进行全方位客户满意度调查的住宅企业。

公司持续推进住宅产业化。东莞市万科建筑技术研究有限公司获得由广东省科学技术厅、广东省财政厅、广东省国家税务局、广东省地方税务局联合颁发的高新技术企业证书，是行业内第一家被认定的高新技术企业。2011年实现工业化开工面积达200万平方米。

公司积极参与绿色建筑的研发和推广。2009年6月，深圳万科城四期项目荣获国家首个颁发的“绿色建筑评价标识”三星奖。2010年全年，公司共落实75万平方米绿色三星住宅，占同期全国获批项目总量的54%。

图 1：公司股权结构图

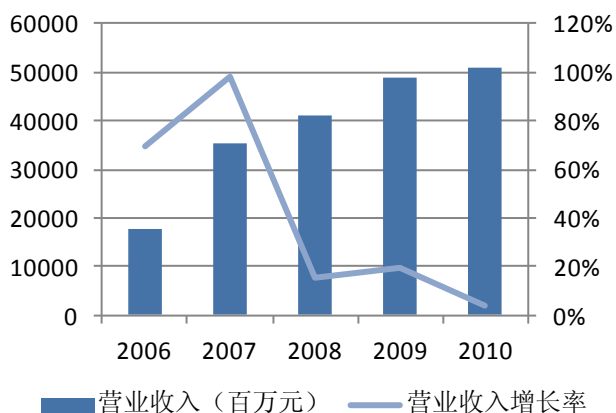


资料来源：公司公告，东兴证券

2、公司发展速度突飞猛进

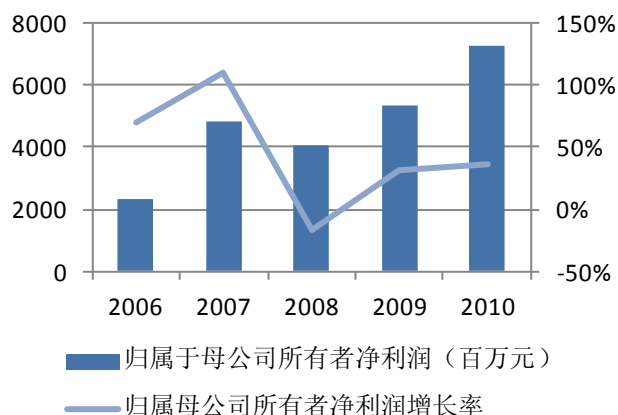
公司近几年发展速度较快，营业收入从 2006 年的 179 亿元，增长至 2010 年的 507 亿元，5 年时间增长 183%；归属于上市公司股东净利润从 2006 年的 23 亿元，增长至 2010 年的 73 亿元，5 年时间增长 217%。

图 2：公司历年营业收入及增长率



资料来源：公司公告，东兴证券整理

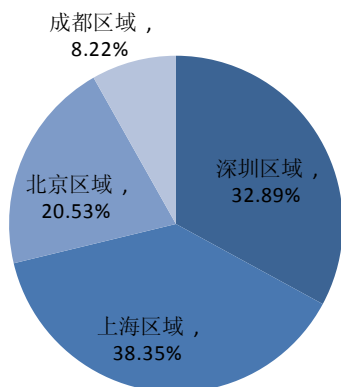
图 3：公司历年净利率及增长率



资料来源：公司公告，东兴证券整理

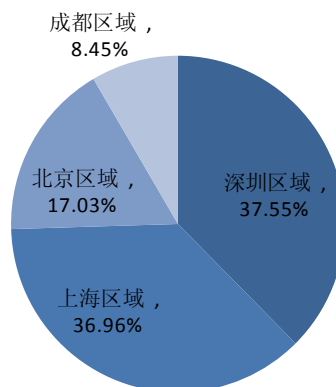
公司是全国性的开发企业，在我国三大经济圈内均有布局，同时公司看好中西部城市的开发前景，已经提前进入成都、武汉等中西部城市布局。从收入结构来看，上海和深圳地区对公司的营业收入贡献最大，占比分别达 38.35% 和 32.89%，以北京为中心环渤海区域为公司贡献的营业收入比重在 20% 左右，中西部地区对公司营业收入贡献还相对较小，但近几年呈现逐年递增的趋势。

图 4：2010 年公司收入来源地区结构



资料来源：公司公告，东兴证券整理

图 5：2010 年公司净利润来源地区结构



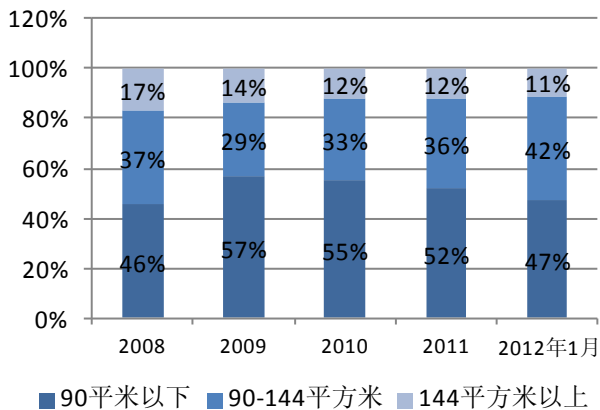
资料来源：公司公告，东兴证券整理

3、合适的产品类型和准确的客户定位使得公司占尽市场先机

公司的产品一直定位于普通住宅，小户型在公司的产品结构里占比较大。近几年随着房价上涨，购房者能够承受的住房面积也越来越小，公司顺应市场变化更加注重小户型的研究，使得公司产品在有限的空间里能够最大程度发挥住宅的各种功能。从产品结构来看，144 平方米以下的户型占比面积逐年增加，从 2008 年的 83% 增加至 2011 年的 88%，相对应的，公司的大户型产品逐年减少。

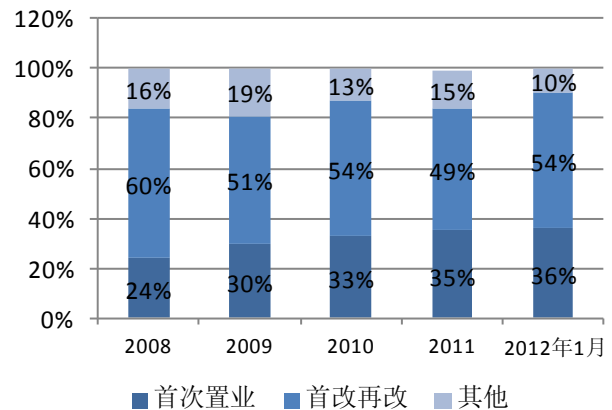
正是由于公司注重客户的居住体验，公司的产品设计理念更受年轻人的欢迎，首次置业人群在公司的客户结构中占比逐年增加，从 2008 年的 24%，增加至 2011 年的 36%。正是由于刚需群体的支撑，公司的销售业绩得以在恶劣的市场环境中稳步增长。

图 6：2010 年公司收入来源地区结构



资料来源：公司公告，东兴证券整理

图 7：2010 年公司净利润来源地区结构

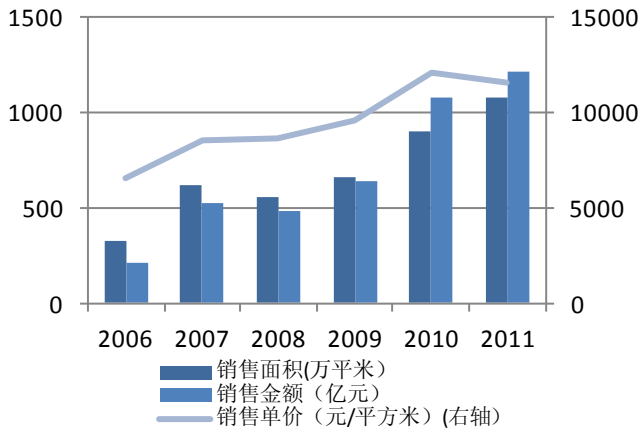


资料来源：公司公告，东兴证券整理

公司的销售面积和金额每年以较快速度增长。公司年销售面积从 2006 年的 322 万平方米增长至 2011 年的 1075 万平方米，增速达到 233%；销售金额从 2006 年的 212 亿元增长至 2011 年的 1215 亿元，增速达 472%。

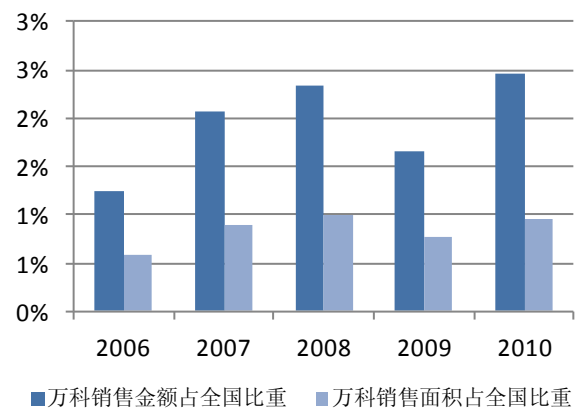
在公司销售业绩良好的推动下，公司的市场份额越来越大。2006 年公司销售面积和销售金额仅占全国数据的 0.59% 和 1.25%，到 2011 年，这两项比重已经增加至 1.11% 和 2.5%。实际上如果按照公司已进入城市的份额计算，则比重更高，可以达到 4% 以上的水平。

图 8: 公司历年销售面积、销售金额和销售单价



资料来源: 公司公告, 东兴证券整理

图 9: 公司销售面积和销售金额占全国比重

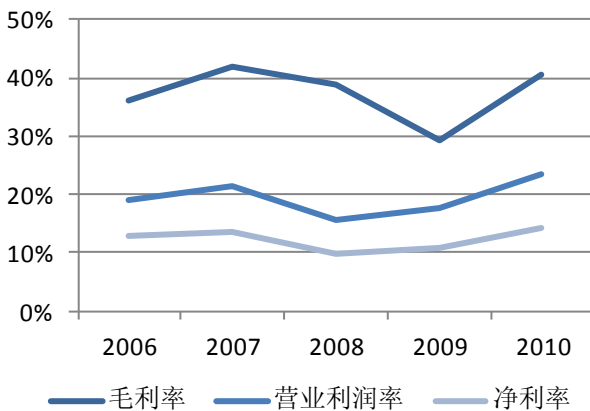


资料来源: 公司公告, 东兴证券整理

4、公司成本控制严格，质量控制是公司的生命线

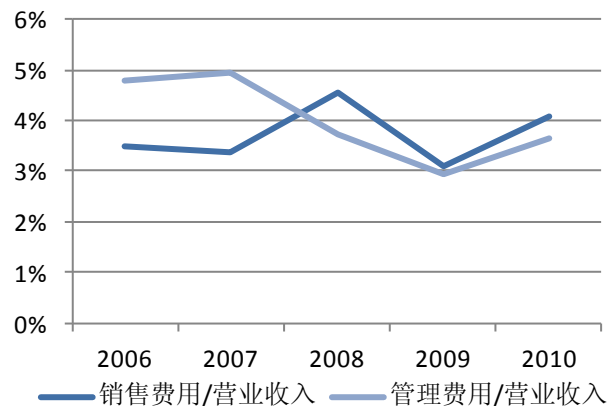
公司的盈利能力保持稳定并逐年提升。从毛利率来看，公司的除了 2009 年毛利率下滑较大外，毛利率稳定在 40% 左右。在毛利率稳定的基础上，公司费用率逐年下降，使得公司的营业利润率逐年提升，2010 年提升至 23.45%。

图 10: 公司历年毛利率、营业利润率和净利率



资料来源: 公司公告, 东兴证券整理

图 11: 公司历年销售费用和管理费用占营业收入比重



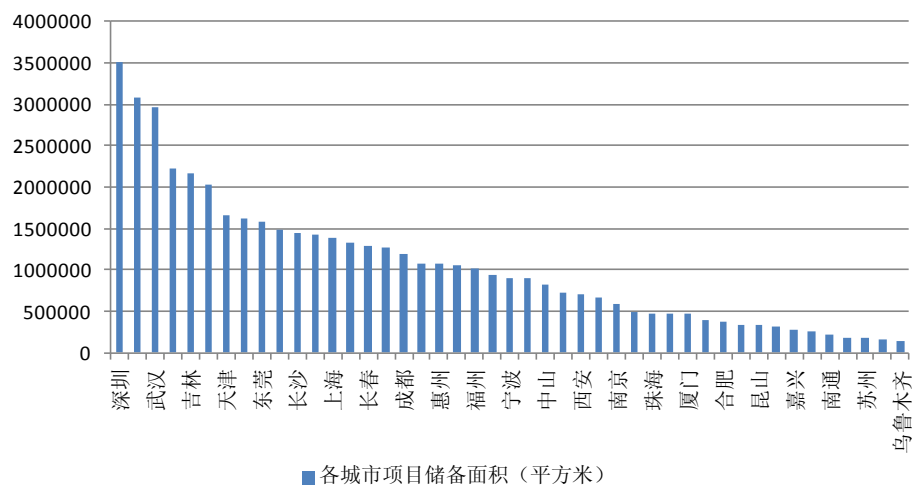
资料来源: 公司公告, 东兴证券整理

产品质量方面，公司加大规模型战略总包的合作力度，全面学习日本的施工经验；同时，公司继续推进工业化体系建设，2011 年公司工业化项目全年开工 272 万平方米，同时完善了工业化分级体系，为工业化的进一步开展提供了技术支持；另外，公司在绿色住宅方面投入的精力继续增强，2011 年公司通过绿色三星评审项目共 273.7 万平方米，同比增长 365%，其中三星住宅部分 268 万平方米，占全国的 50.7%，未来绿色住宅在公司产品中的比重将继续加大。

5、公司全国布局已经完成，未来将深耕已进入城市

公司在长三角、珠三角、环渤海和中西部重点城市的布局已经结束，目前公司已经进入的城市为 50 个，其中一线城市 5 个，二线城市 18 个，三线城市 27 个。公司一、二、三线城市项目权益面积占比分别为 19%、41%和 40%。公司未来将主要深耕这些已经进入的城市，在这些城市里面寻找合适的投资项目。同时，公司未来将加大一线城市的关注程度，目前一线城市市场正在经历深度调整，未来可能具备较好的投资机会。

图 12：2010 年末公司各城市项目储备

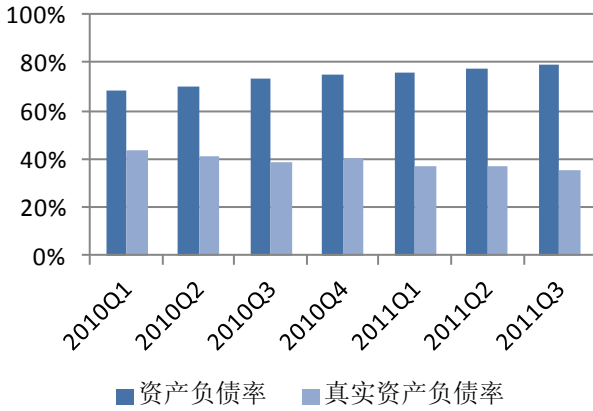


资料来源：公司公告，东兴证券

6、公司财务稳健，蓄势待发

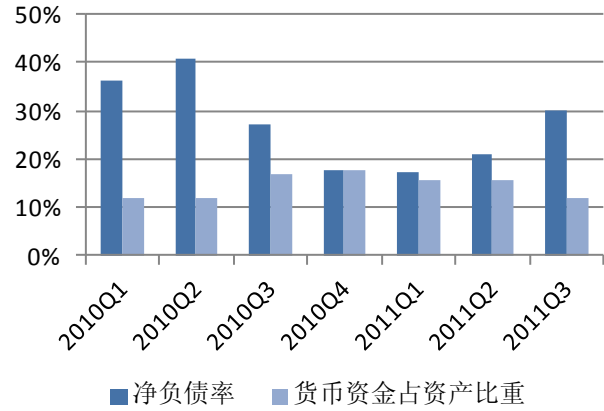
从财务报表上看，公司的资产负债率逐季度提升，到 2011 年 3 季末已经接近 80%，但实际上从扣掉预收款项的真实资产负债率来说，公司的资产负债率并不高，只有 35%左右，这意味着公司有足够的能力支付除了客户以外的其他债权人，从而可以保证公司的正常运营。

图 13: 公司的资产负债率和扣除预收款项的真实资产负债率



资料来源: 公司公告, 东兴证券整理

图 14: 公司的净负债率和货币资金占资产比重



资料来源: 公司公告, 东兴证券整理

7、公司盈利预测和投资建议

我们预计公司 2011 年至 2013 年的营业收入分别为 729.12 亿元、953.09 亿元和 1205.53 亿元, 每股收益分别为 0.85 元、1.06 元和 1.32 元, 对应的 PE 分别为 9.03、7.24 和 5.8。我们维持“强烈推荐”的投资评级。按 12 年业绩 10 倍 PE, 我们给予万科六个月的目标价为 10 元。

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
流动资产合计	205521	242087	305823	392563	营业收入	50714	72912	95309	120553					
货币资金	37817	41426	38124	48221	营业成本	30073	45156	58911	74155					
应收账款	1594	1598	2089	2642	营业税金及附加	5624	7291	9531	12055					
其他应收款	14938	21477	28074	35510	营业费用	2079	2916	4003	5425					
预付款项	17838	29127	43855	62394	管理费用	1846	2625	3812	4822					
存货	133333	148458	193681	243796	财务费用	504	573	553	901					
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	-545.45	0.00	0.00	0.00					
非流动资产合计	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	营业利润	11895	15054	19002	23699					
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					
资产总计	215638	250505	313967	400434	利润总额	11941	15074	19022	23719					
流动负债合计	129651	156685	203555	271068	所得税	3101	3769	4756	5930					
短期借款	1478	0	1209	24204	净利润	8840	11306	14267	17789					
应付账款	16924	24743	32280	40633	少数股东损益	1556	1927	2581	3200					
预收款项	74405	110861	148985	185151	归属母公司净利润	7283	9379	11686	14589					
非流动负债合计	31401	31799	38799	45799	EBITDA	12869	15901	19829	24874					
长期借款	24790	31790	38790	45790	BPS (元)	0.66	0.85	1.06	1.33					
其他非流动负债	9	9	9	9	主要财务比率									
负债合计	161051	188485	242355	316867		2010A	2011E	2012E	2013E					
少数股东权益	10354	12281	14862	18062	成长能力									
实收资本(或股本)	10995	10995	10995	10995	营业收入增长	3.7%	43.77%	30.72%	26.49%					
资本公积	8789	8789	8789	8789	营业利润增长	385.7%	26.56%	26.23%	24.72%					
未分配利润	13470	18160	24003	31297	归属于母公司净利润增长	244.7%	28.77%	24.60%	24.85%					
归属母公司股东权益合计	44233	49740	56751	65505	获利能力									
负债和所有者权益	215638	250505	313967	400434	毛利率(%)	41%	38%	38%	38%					
现金流量表					净利率(%)	17%	16%	15%	15%					
					总资产净利润(%)	3%	4%	4%	4%					
					ROE(%)	16%	19%	21%	22%					
经营活动现金流	189	14583	-6788	-13664	偿债能力									
净利润	8840	11306	14267	17789	资产负债率(%)	75%	75%	77%	79%					
折旧摊销	469.94	0.00	273.93	273.93	流动比率	1.59	1.55	1.50	1.45					
财务费用	504	573	553	901	速动比率	0.56	0.60	0.55	0.55					
应付帐款的变化	0	7819	7537	8352	营运能力									
预收帐款的变化	0	36456	38124	36166	总资产周转率	0.29	0.31	0.34	0.34					
投资活动现金流	0	1760	504	504	应收账款周转率	43.96	45.68	51.70	50.96					
公允价值变动收益	0	4	4	4	应付账款周转率	3.05	3.50	3.34	3.31					
长期投资	4494	4494	4494	4494	每股指标(元)									
投资收益	778	700	500	500	每股收益(最新摊薄)	0.66	0.85	1.06	1.33					
筹资活动现金流	0	-12733	2982	23258	每股净现金流(最新摊薄)	0.03	0.33	-0.30	0.92					
短期借款	1478	0	1209	24204	每股净资产(最新摊薄)	4.02	4.52	5.16	5.96					
长期借款	24790	31790	38790	45790	估值比率									
普通股增加	0	0	0	0	P/E	11.67	9.03	7.24	5.80					
资本公积增加	232	0	0	0	P/B	1.91	1.70	1.49	1.29					
财务费用	0.00	-573	-553	-901	EV/EBITDA	7.32	4.79	4.74	4.58					
现金净增加额	189	3609	-3302	10097										

资料来源: 东兴证券

分析师简介

郑闵钢

房地产、建筑行业高级研究员，基础产业小组组长，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、建筑行业研究至今。

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、建筑行业研究工作至今。

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責任。

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。