



# 销售强劲， 今明二年业绩增长无忧

## ——万科 A (000002) 2011 年半年报点评

2011 年 8 月 9 日

强烈推荐/维持

万科 A

财报点评

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

### 事件:

公司发布2011年半年报，上半年公司营业收入199.89亿元，同比增长19.22%；归属于母公司所有者净利润29.78亿元，同比增长5.88%；基本每股收益0.27元，同比增长3.85%；每股净资产4.2元，摊薄净资产收益率6.44%，加权净资产收益率6.53%。

### 公司分季度财务指标

指标	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2
营业收入(百万元)	19337.17	7504.97	9261.36	5614.10	28333.42	7970.26	12018.58
增长率(%)	4.81%	-8.08%	-32.12%	-27.42%	46.52%	6.20%	29.77%
毛利率(%)	28.14%	36.72%	40.71%	38.43%	42.20%	48.95%	42.39%
期间费用率(%)	6.64%	9.44%	7.81%	13.17%	7.97%	13.87%	7.60%
营业利润率(%)	18.94%	20.55%	27.82%	15.85%	24.31%	20.69%	23.04%
净利润(百万元)	2760.03	1175.96	1984.87	664.82	5013.96	1189.96	2062.55
增长率(%)	37.62%	32.35%	-10.26%	16.69%	81.66%	1.19%	3.91%
每股盈利(季度,元)	0.216	0.102	0.153	0.042	0.365	0.110	0.161
资产负债率(%)	67.00%	68.06%	69.83%	73.75%	74.69%	76.15%	77.85%
净资产收益率(%)	6.08%	2.48%	4.10%	1.35%	9.19%	2.12%	3.57%
总资产收益率(%)	2.01%	0.79%	1.24%	0.35%	2.33%	0.51%	0.79%

### 评论:

#### 积极因素:

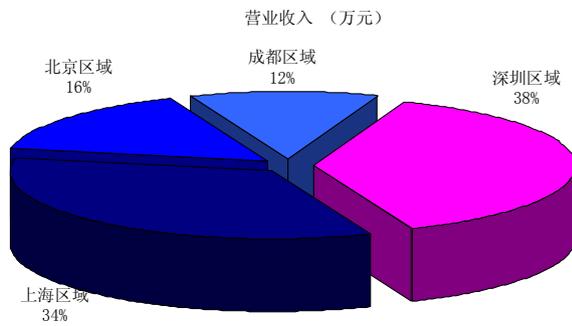
- 销售强劲，今明二年业绩增长无忧。**上半年公司营业收入199.89亿元，同比增长19.22%；归属于母公司所有者净利润29.78亿元，同比增长5.88%；基本每股收益0.27元，同比增长3.85%。而根据公司公告上半年公司实现销售面积565.5万平方米，销售金额656.5亿元，同比分别增长76.7%和78.6%。2011年上半年。合并报表范围内共有1022万平方米已销售资源尚未结算，合同金额合计约1187亿元。按2010年销售收入507亿元计，不考虑下半年新增的销售已销售资源尚未结算就已基本满足公司二年的结算。上半年公司销售金额已占全国商品房销售额的比例为2.67%，远好于去年同期的1.86%。“强势企业将实现突破”，公司今明二年收入保持增长已无忧。新开工已超计划一半。截至6月底公司实现开工面积759万平方米，已完成年初公司全年开工面积为1329万平方米的一半以上。从区域看，深圳和上海在销售收入和净利润上的贡献占比大。

表 1：公司收入情况

行业	营业收入		营业成本		营业利润率	
	金额	增减	金额	增减	数值	增减
1.主营业务	1,968,110.44	18.40%	1,092,028.25	7.50%	0.32	增加 3.09 个百分点
其中： 房地产	1,944,298.14	18.20%	1,070,875.46	7.00%	0.32	增加 3.18 个百分点
物业管理	23,812.30	33.60%	21,152.79	36.30%	0.06	减少 1.38 个百分点
2.其他业务	30,773.37	124.00%	7,244.79	-9.00%	0.69	增加 30.66 个百分点
合计	1,998,883.81	19.20%	1,099,273.04	7.40%	0.32	增加 3.58 个百分点

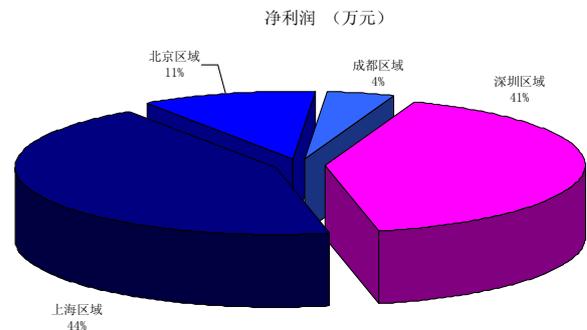
资料来源：公司年报，东兴证券

图 1：公司各区域销售收入分布



资料来源：东兴证券研究所

图 2：公司各区域净利润占比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

- **公司资金状况好于预期。**上半年末，公司持有货币资金407.8亿元，远高于短期借款和一年内到期的长期借款230.4亿元。货币资金相比一季度末提高9.7%，与去年底相比也增长29.63亿元或7.83%。本期末公司预收款达1,070.74亿元，比年初增加326.68亿元或43.91%。相比年初公司长期贷款减少了8.52亿元，减少3.44%。短期贷款有所增加，增加了1.29亿元。公司剔除预收账款后的各项负债占总资产的比例为36.8%，净负债率20.8%，公司资金状况远好于市场的预期。

表 2：公司预收款、贷款等情况

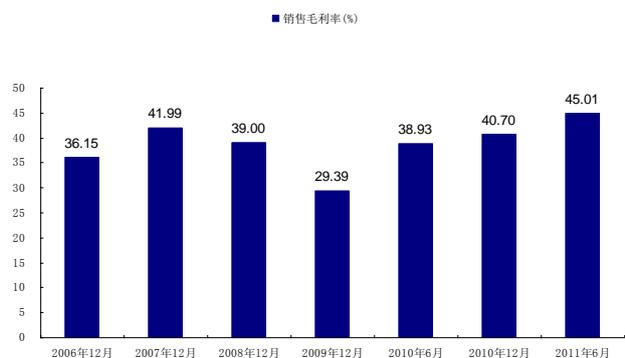
项目	2010年12月	2011年6月	增减
预收账款(亿元)	744.05	1,070.74	43.91%
货币资金(亿元)	378.17	407.79	7.83%
存货(亿元)	1,333.33	1,713.66	28.52%
长期借款(亿元)	247.90	239.38	-3.44%
短期借款(亿元)	14.78	16.07	8.74%

资料来源：公司年报，东兴证券

**消极因素:**

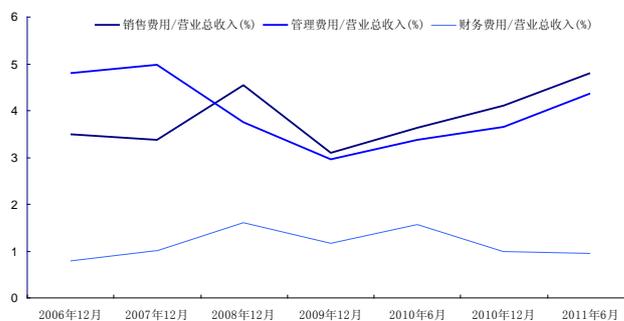
- **销售和管理费用上升有压力。**公司的房地产业务结算毛利率为32.1%，受结算结构影响，较去年同期的29.0%有所上升。净利润率14.9%，较去年同期的16.8%有所下降。净利润率下降的主要原因是上半年销售规模同比大幅增长，与销售规模相关的销售费用、管理费用的绝对规模在增加。在当期的财务报表中，公司近几年管理和销售费用占年当期营业总收入比例有所上升，上半年销售费用/营业总收入为4.79%、管理费用/营业总收入为4.35%，较历史前期有所上升，但上升不大只有千分之几的幅度。实际上由于房地产开发到销售之间存在一个时间差，销售费用和部分管理费需要先于结算收入发生，实际上报告期内公司继续加强了费用控制。按上半年销售情况来计，上半年管理费用占销售金额的比重为1.33%，比去年同期降低0.21个百分点，销售费用占销售金额的比重为1.46%，比去年同期降低0.19个百分点。

**图 3: 上半年公司毛利润创新高**



资料来源: 东兴证券研究所

**图 4: 利息占比下降, 管理和销售费用加大**



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

**业务展望:**

- **2011年业绩高增长已锁定。**截至2011年上半年，公司预收款达1070.74亿元比10年底744.05亿元增长了43.91%。上述待结算资源很大部分将在2011年下半年可以进入结算，1070.74亿元的预收款锁定今年的增长，也为明年的业绩提供了很好的基础。

**表 3: 公司预收款项目情况**

项目	预计结算日期	项目预售比例	项目	预计结算日期	项目预售比例
北京蓝山	2011年11月	88.85%	沈阳金域蓝湾	2011年11月	75.51%
杭州西溪蝶园	2011年12月	45.68%	广州新光城市花园	2011年9月	77.92%
西安金域曲江	2012年2月	33.66%	无锡金域缙香	2011年11月	89.73%
大连魅力之城	2011年12月	89.67%	上海城花新园	2011年12月	85.64%
天津金奥国际	2011年12月	94.34%	苏州金域缙香	2011年12月	97.10%
珠海珠宾花园	2011年12月	100.00%	深圳东方沁园	2011年12月	98.52%
无锡魅力之城	2011年9月	82.34%	沈阳金域国际	2011年8月	98.66%
沈阳万科城	2012年12月	86.33%	沈阳柏翠园	2012年12月	52.01%
成都金润华府	2011年12月	94.07%	武汉金色城市	2012年2月	75.05%
福州金域榕郡	2012年1月	74.10%	广州同福西项目	2012年3月	100.00%

项目	预计结算日期	项目预售比例	项目	预计结算日期	项目预售比例
深圳千林山居	2011年12月	89.37%	武汉红郡	2011年11月	63.70%
北京假日风景	2011年12月	99.68%	青岛四季花城	2011年12月	86.83%
佛山金域蓝湾	2011年10月	87.93%	成都海悦汇城	2012年12月	88.19%
天津假日润园	2012年6月	93.86%	天津东丽湖	2011年10月	74.58%
重庆高新园	2011年12月	81.79%	青岛城市花园	2011年12月	47.88%
东莞虹溪诺雅	2011年10月	83.06%	厦门湖心岛	2012年7月	45.47%
昆明金域缙香花园	2012年12月	100.00%	上海琥珀郡园	2012年2月	69.97%
上海罗店项目	2011年9月	57.89%	上海万科锦源	2012年1月	100.00%
厦门金域华府	2012年4月	98.63%	沈阳蓝山	2012年12月	78.21%
深圳海轩	2011年10月	70.32%	成都魅力之城	2011年9月	96.17%
武汉金域华府	2011年10月	85.48%	南京金色城品	2011年10月	89.73%
深圳金色半山	2011年12月	98.63%	杭州良渚文化村	2011年12月	55.80%
天津魅力之城	2011年9月	93.74%	清远后花园	2011年12月	100.00%
东莞金域华府	2011年8月	35.41%	广州柏悦湾	2012年7月	81.28%
武汉万科城	2011年9月	99.13%	南昌青山湖	2011年12月	81.45%
重庆友诚生态名苑	2011年10月	97.09%	贵州金域华府	2012年1月	93.59%
吉林滨江项目	2012年12月	78.09%	长沙万科城	2011年12月	81.94%
鞍山惠斯勒	2011年9月	81.87%	厦门金色悦城	2012年1月	91.31%
西安万科城	2012年5月	81.06%	武汉金域蓝湾	2012年2月	57.50%
杭州金色家园	2012年2月	98.22%	宁波金色城市	2012年4月	81.82%
深圳金色领域	2011年12月	84.83%	成都金色领域	2012年6月	83.48%
佛山缤纷四季花园	2012年1月	99.30%	北京唐山南湖	2012年8月	78.23%
东莞双城水岸	2011年9月	94.29%	镇江润园	2012年6月	92.31%
青岛万科城	2012年6月	81.83%	鞍山万科城	2011年8月	65.51%
深圳第五园	2011年9月	96.88%	惠州金域华庭	2011年9月	95.89%
重庆万科锦程	2012年6月	76.65%	广州金色城品	2011年10月	89.48%
天津海港城	2012年7月	64.84%	长春洋浦花园	2011年10月	100.00%
青岛蓝山	2012年9月	91.97%	南京金域蓝湾	2011年9月	81.44%
成都金域西岭	2011年12月	79.44%			

资料来源：公司年报、东兴证券

- **新增项目成本低预期收益好。**上半年公司新增加开发项目22个，按万科权益计算的占地面积约222万平方米（对应规划建筑面积约423万平方米），平均楼面地价约2823元/平方米。期内公司还参与城市更新改造类项目4个，根据当前规划条件，相关项目按万科权益计算的占地面积约51万平方米（对应规划建筑面积约161万平方米），预计平均楼面综合改造成本和地价约1729元/平方米。低成本的项目有利于公司取得新的盈利空间。截至报告期末，按万科权益计算的规划建筑面积3585万平方米。上半年，公司新进入芜湖、秦皇岛、太原、晋中等城市。目前公司进入的城市数量已经达到50个，战略纵深优势得到进

一步巩固和强化。未来三年主要以现有地区向周围区域扩张，同时也会在全国开拓新的区域如郑州和兰州等。下半年公司将在谨慎投资的原则下灵活把握拿地机会，并积极开展合作机制创新，通过风险利益均衡的合作模式，有效的整合社会资源。

### 盈利预测

我们预测公司2011年至2013年的销售收入分别达814亿元、1099亿元和1499亿元，每股收益分别为0.94元、1.12元和1.48元。

### 投资建议：

在行业整体增长减缓的这种形势下，企业间的差异将大大加大，分化也将变得越来越明显。而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，调控将使万科的优势更为显现。公司在上海的龙华工业化开发项目基本成熟，可以进入推广阶段。公司的房地产工业化技术将成为公司今后的核心竞争力之一，在劳力成本不断高涨中可降低开发成本。公司的产品结构具备优势，这使得公司购房客户中改善性自住需求购房群体占据总量的很大部分。公司坚持快周转开发的优势模式，努力提高资金利用率和项目的周转率。我们认为调控下万科的优势更显突出，公司的销售增长将会大大高于行业平均增长水平。万科已具备在调控中实现突破的能力，市场占有率将不断提高，公司经营规模增长进入一个新的快速通道。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8.82、7.38和5.61。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。

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
<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	12.58	8.82	7.38	5.61
财务费用	0.00	-1454	-3279	-5851	P/B	2.06	1.81	1.58	1.35
<b>现金净增加额</b>	189	-5273	11416	16000	EV/EBITDA	7.84	7.04	8.23	8.43

## 分析师简介

---

### 郑闵钢

房地产行业研究员，2007年加盟东兴证券从事房地产研究至今。

## 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，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。

## 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。