



万科 A (000002.SZ): 平实中的坚持, 成就“放心增长”

行业分类: 地产

2012. 4. 15

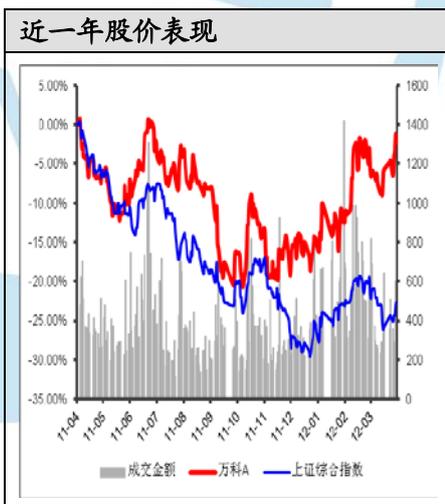
首席研究员: 杜丽虹
执业证书编号: S0640511010013
电话: 010-64518455
Email: dudy77@sina.com
联系人: 刁志学
电话: 0755-83689065

投资要点:

- 万科无短期资金缺口, 持续调控中处于财务安全状态, 长期中战略理性良好, 但顺周期扩张模式下, 土地成本较高, 套利机会较少。
- 公司 35%的土地储备位于价格调整压力较大的城市, 但也有 50%的土地储备位于价格调整压力小于 10%的地区, 相对均衡的全国布局提供了调控中的回旋空间。
- 销售产品中, 47%是 90 平以下户型, 88%是 144 平以下户型, 首次置业及首次改善客户占比达到 85%, 相对健康的客户结构减低了行业冲击, 而城中村改造项目的参与则保持了低谷中的规模运营。
- 2012 年, 工业化项目占比将达到 20%以上, 规模化和产业化发展使公司繁荣期资金回笼周期缩短到 15 个月, 低谷期约 27 个月, 显著优于同业。高周转下, 公司的效率隐含回报率达到 19%, 长期中潜在增长率 15.2%。
- 在万科身上很难看到让人期待的惊喜, 但平实中的坚持就是万科的力量, 因为这种坚持, 它是最令人放心增长的企业。当前市场环境下, 万科的合理估值为 12.2 倍市盈率, 即, 10.70 元/股, 当前股价较合理估值低 25%, 评级买入。

6-12 个月目标价	10.70 元
当前股价	8.58 元
投资评级	买入

基础数据	
上证指数	2359.16
总股本(百万)	10995.21
总市值(百万)	94338.90
每股净资产(元)	4.82
ROE(TTM)	18.17%
资产负债率	77.10%
动态市盈率	7.60
动态市净率	1.50



一、短期中无资金缺口，处于财务安全范围内

1. 1 短期无资金缺口

截止 2011 年 12 月 31 日，万科的流动负债总额 2007 亿元，剔除 1111 亿元的预售款后，实际短期负债 896 亿元，另有 402 亿元已订约但未拨备的承诺资本支出，短期偿付需求总额 1298 亿元。与之相对，截止 2011 年 12 月 31 日，万科手持现金 342 亿元，根据我们的测算，公司低谷中的存量资产周转率仍能维持在 0.45 倍水平，以 2011 年末 2962 亿元总资产计算，低谷销售额约为 1300 亿人民币（公司 2012 年目标销售额 1400 亿，1-3 月累积销售额 310.7 亿），存量现金+销售回款，合计可支配现金额约 1600 亿，短期无资金缺口。

1. 2 中期处于财务安全状态

在持续期达 2 年的低谷中，我们预期万科未来 2 年的销售总额约 2600 亿人民币，加上手持现金，未来 2 年可支配的金融资源总额 3000 亿元；与之相对，在不扩张的情况下，万科未来 2 年的承诺资本支出为 402 亿元，借款 446 亿元，加上必须的营运支出，未来 2 年的最低支付需求约 1800 亿元，中期无资金缺口。根据我们的测算，公司在持续调控中应将净负债率（（有息负债-现金）/权益资本）控制在 100%以内，2011 年底，公司的实际净负债率 24%，处于财务底线安全状态。

1. 3 长期中战略理性良好，但套利机会较少

分权模式下，万科的扩张呈现顺周期特征，即，繁荣期扩张速度快，低谷期扩张速度慢：公司在 2011 年合计新增开发项目 52 个，城市更新改造项目 6 个，总权益地价款 295.6 亿元，相当于当期销售额的 24%，土地支出在总销售额中的占比低于 2009 和 2010 年水平（分别为 37%和 55%），与 2008 年的土地支出占比相当。2012 年前 3 个月万科进一步放慢土地储备速度，除新增一城中村改造项目外，未新增任何开发项目。图 2 显示，万科的扩张呈典型顺周期特征，顺周期模式下，公司的套利机会较少，土地成本一直较高；但总部层面严格的财务控制和灵活的周期调整策略，降低了顺周期风险，使公司的财务状况一直处于安全范围内。

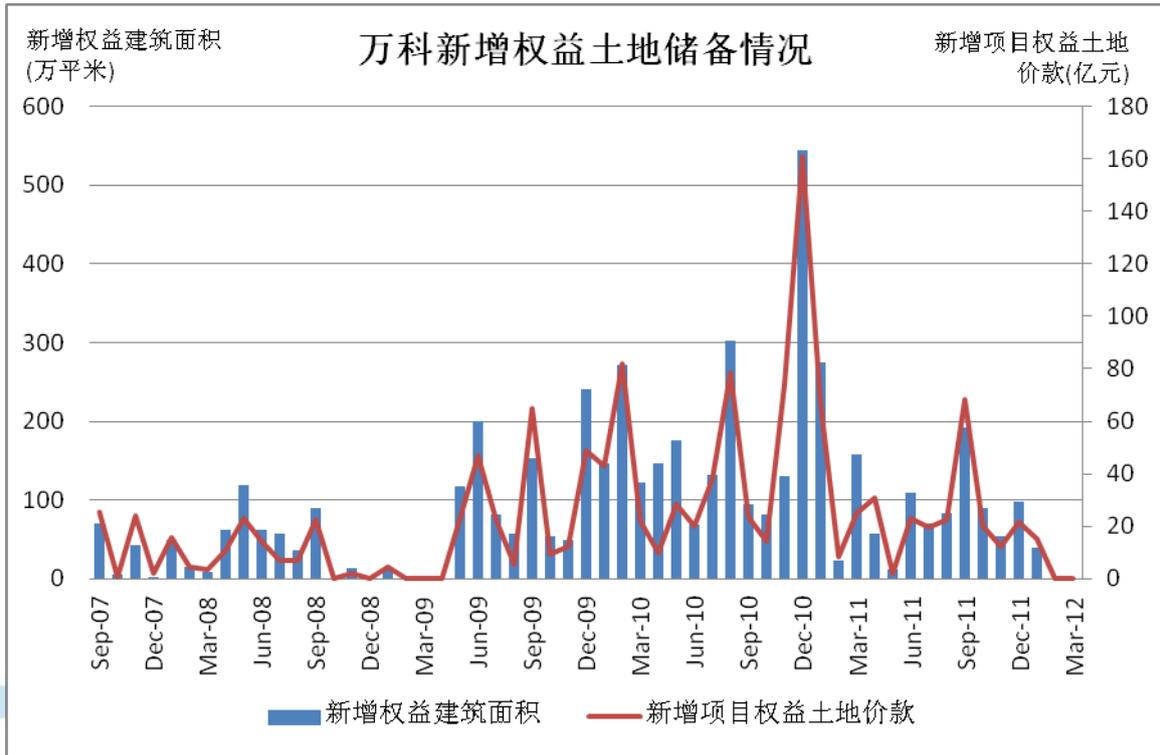


图 1 万科新增权益土地储备的情况

(数据来源: 公司公告)

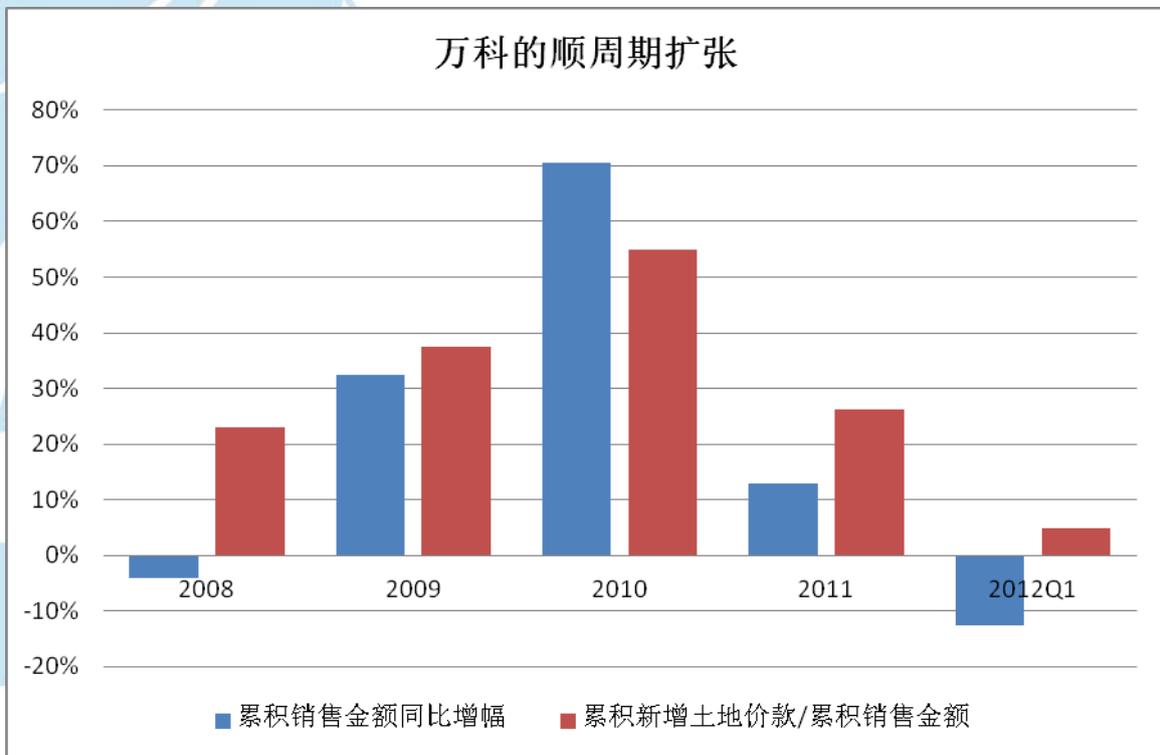


图 2 万科: 土地支出占比与销售额增幅同步变动

(数据来源: 公司公告, 中航证券、贝塔策略工作室整理)

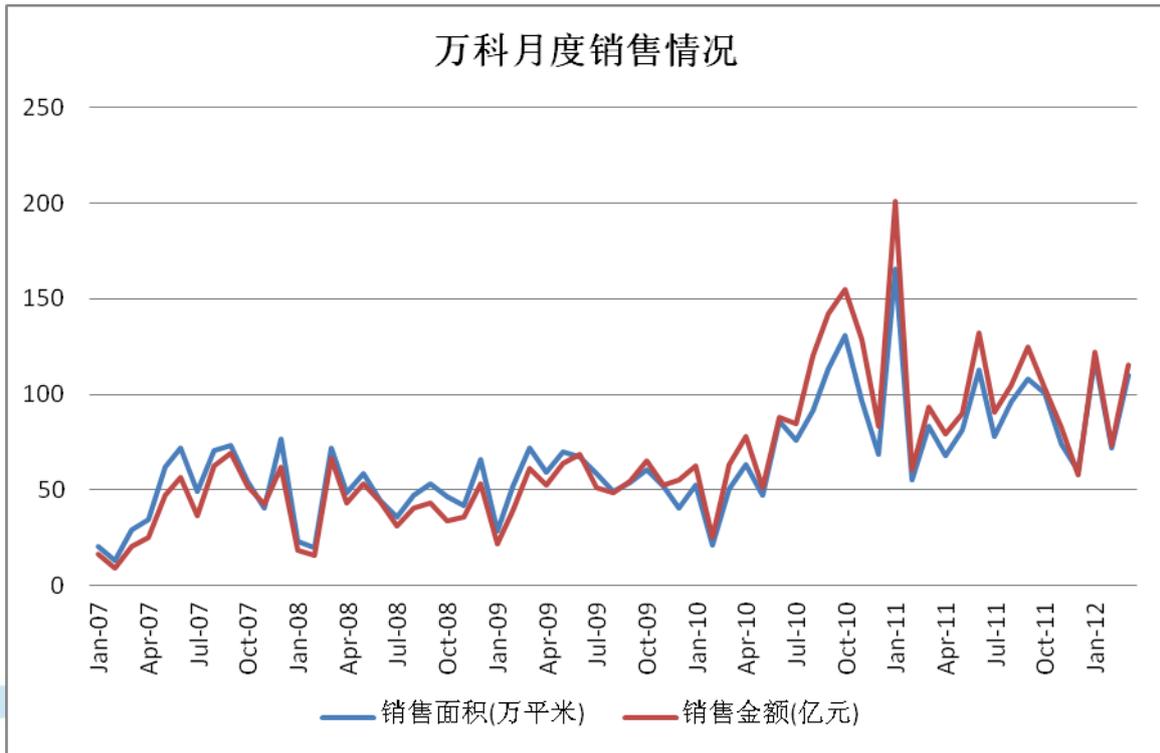


图3 万科的月度销售情况

(数据来源: 公司公告)

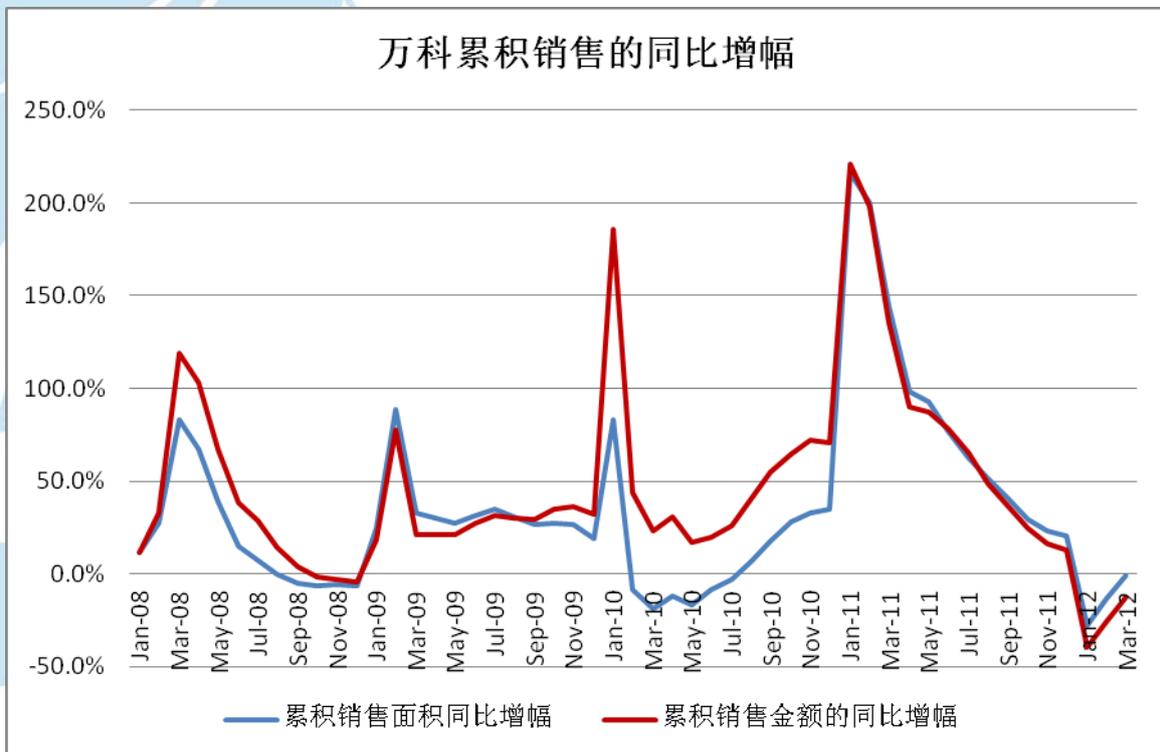


图4 万科的累积销售面积与销售金额的同比变化

(数据来源: 公司公告)

二、规模化定位对抗周期风险

2.1 全国性布局提供调控中的市场回旋空间

截止 2011 年 12 月 31 日，万科已进入 54 个城市，总土地储备 9561 万平米，其中，在建项目的权益建筑面积 2165 万平，规划中项目的权益建筑面积 3547 万平。权益土地储备中，一线城市占 21%，二线城市占 49%，三线城市占 30%；有 35%的土地储备位于价格调整压力较大的城市，但也有 50%的土地储备位于价格调整压力小于 10%的地区。相对均衡的区域布局给公司调控中的销售平衡提供了回旋的空间。

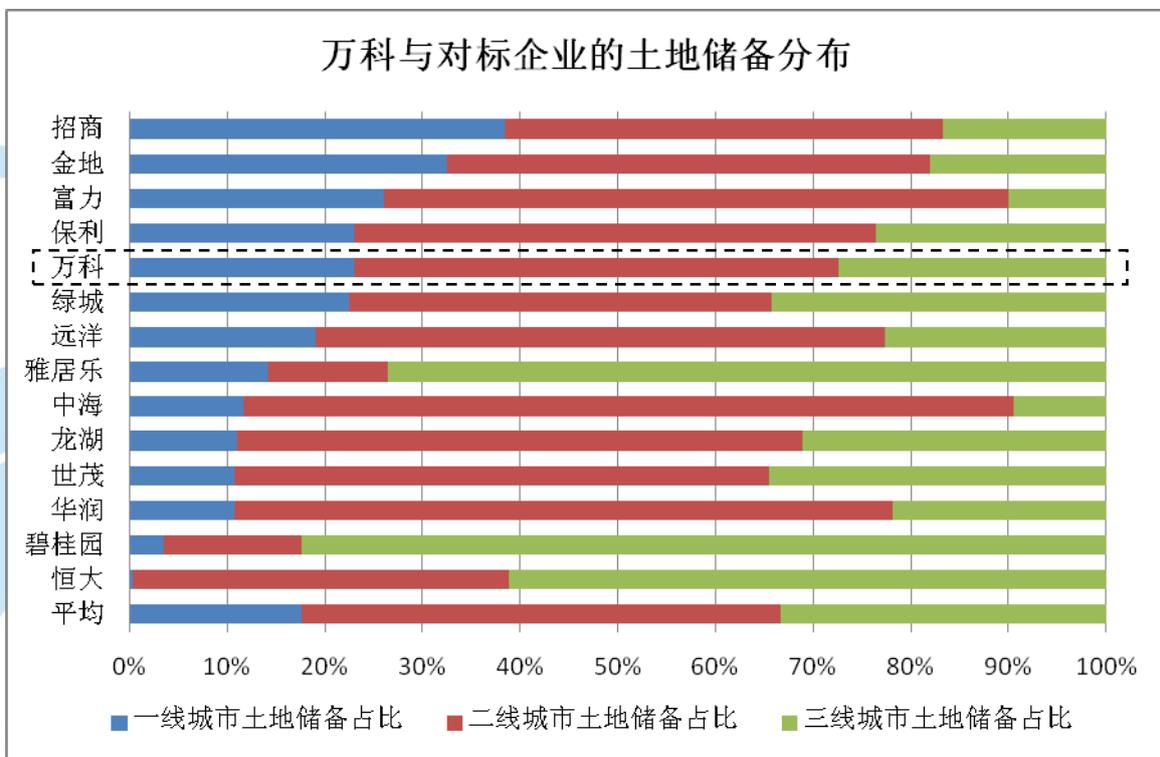


图 5 万科与对标企业的一二三线城市土地储备分布（2011 年中期数据）

（数据来源：公司年报、中报，中航证券，贝塔策略工作室整理）

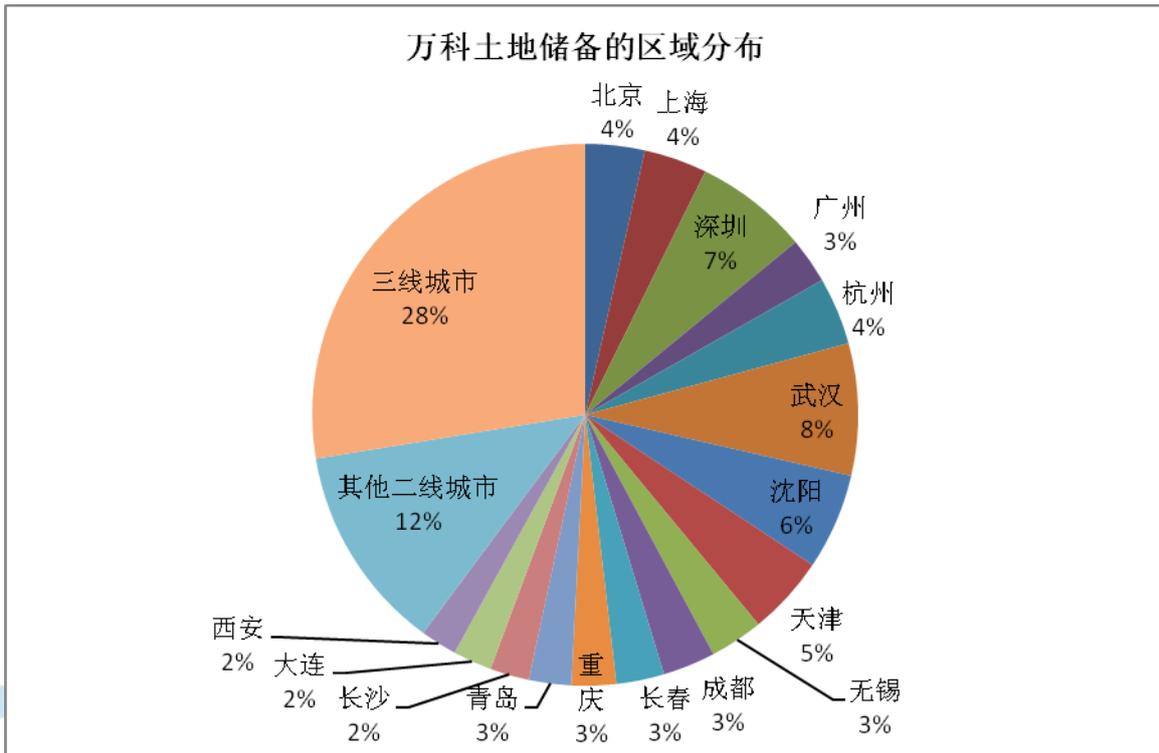


图 6 万科土地储备的区域分布
(数据来源: 公司年报)

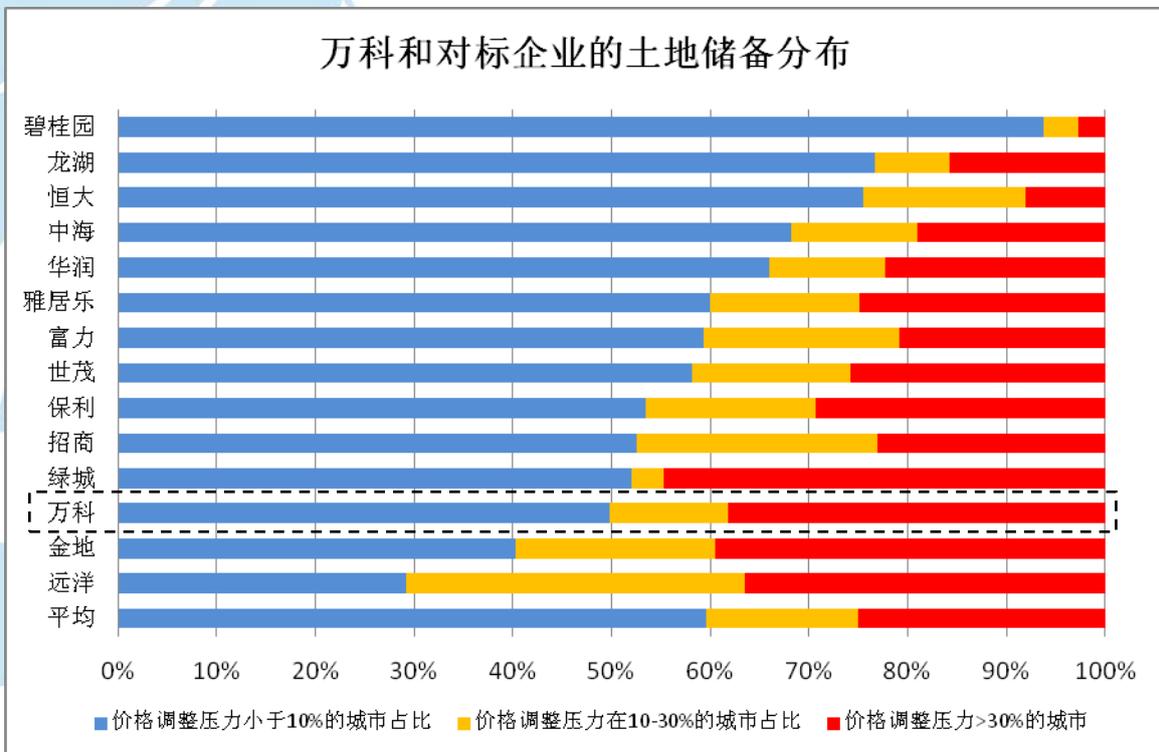


图 7 万科和对标企业的土地储备区域分布 (2011 年中期数据)
(数据来源: 公司年报、中报, 中航证券、贝塔策略工作室整理)

2. 2 中小户型精装定位锚定刚需市场空间

万科是最早提出小户型、精装房产品定位的大型地产企业，目前，销售产品中，90 平以下户型占比接近 50%，144 平以下户型占比达到 88%，新近又研发推出了 20 平以下的超小户型；客户结构中，首次置业客户占 35%，首次置业及首次改善的刚性需求客户合计占比达到 85%。2011 年万科销售产品的均价约 11300 元/平米，较 2010 年下降 6%，在销售额过百亿的住宅开发企业中售价较低，2012 年前 3 个月销售均价进一步下降到 10322 元/平米。大众化的产品定位锚定刚需市场空间。

此外，对保障性住房和城中村改造项目的参与也在一定程度上降低了调控政策对万科的冲击：2011 年公司新增 58 个项目中，有 6 个是城市更新改造项目，占当年总土地支出的 15%，2012 年一季度唯一一个新增项目也是城中村改造项目。上述项目在平滑行业周期的同时，也保持了低谷中的规模化运营。

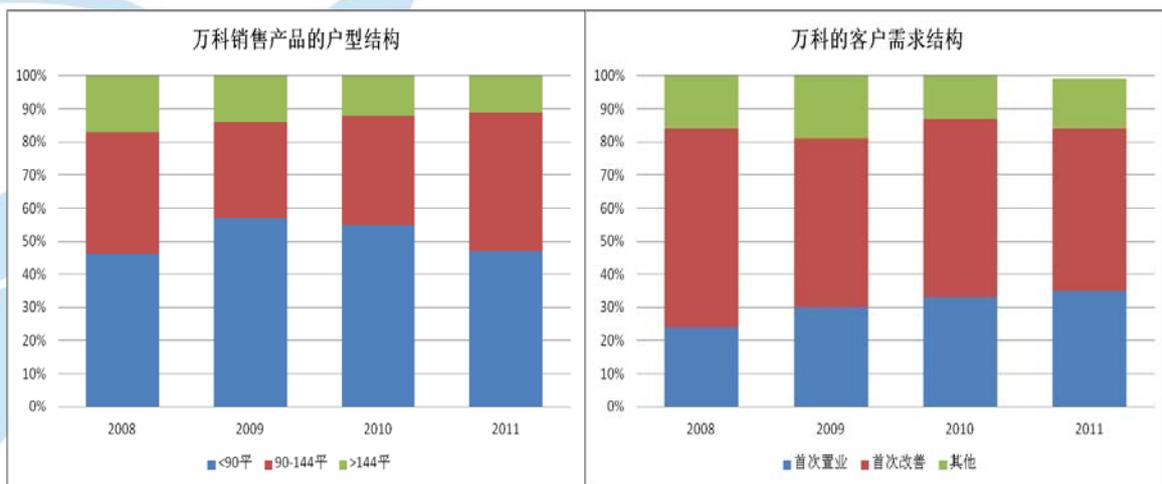


图 8 万科的产品及客户结构

(数据来源：公司公告)

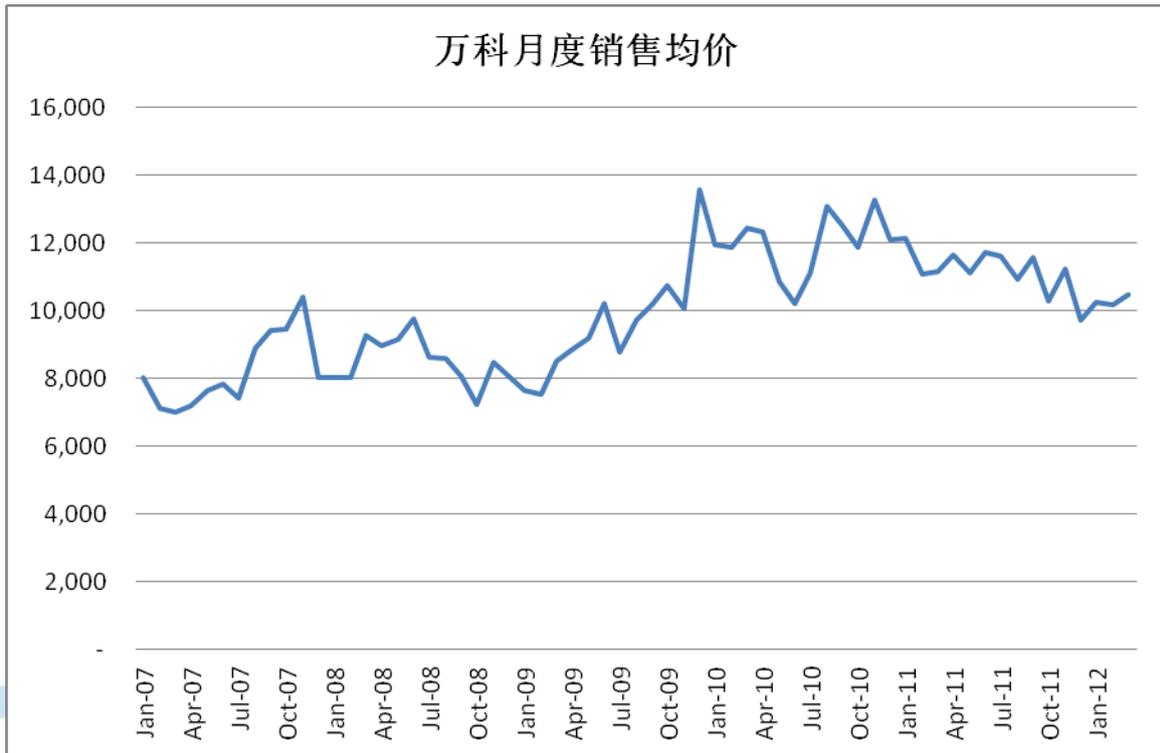


图9 万科的月度销售均价

(数据来源: 公司公告)

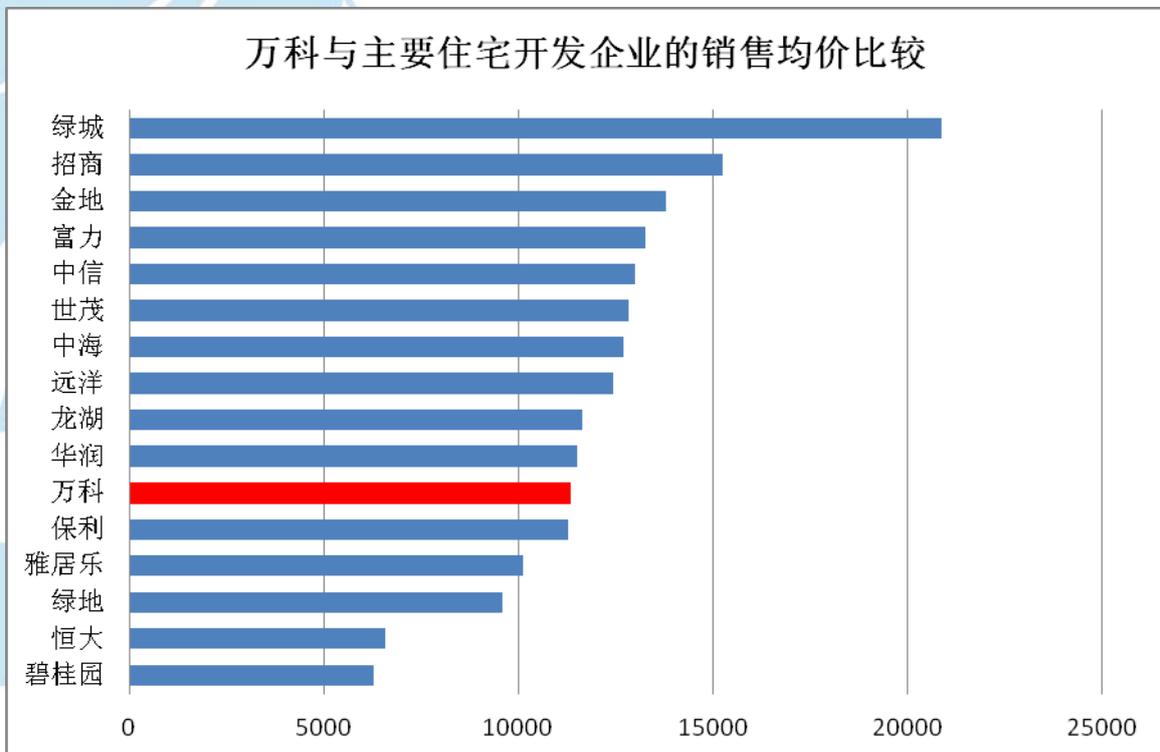


图10 万科与主要地产企业的销售均价比较 (2011年年度数据)

(数据来源: 公司年报、中报, 中航证券, 贝塔策略工作室)

三、产业化发展保持高周转效率

3.1 产业化发展保持高周转效率

万科也是大型地产企业中最早提出住宅产业化理念的公司。随着土地红利的削弱，住宅产业化的现实意义日益突现，产业化不仅能够降低建造成本，还能够通过工场化的生产大幅提高周转效率，从而为代工模式的发展奠定基础。2011年万科工业化开工面积达到272万平，2012年计划完成300万平以上的工业化项目，工业化项目占比达到20%以上。规模化和产业化发展使公司繁荣期资金回笼周期缩短到15个月，低谷期约27个月，显著快于同业。

3.2 繁荣期周转效率略接近主要地产上市公司均值

2009年万科的存量资产周转率只有0.53倍，低于当年主要地产上市公司的均值，2010年上升到0.79倍，与繁荣期的保利、绿城等公司相近，但总体看，繁荣期万科的效率优势并不明显。

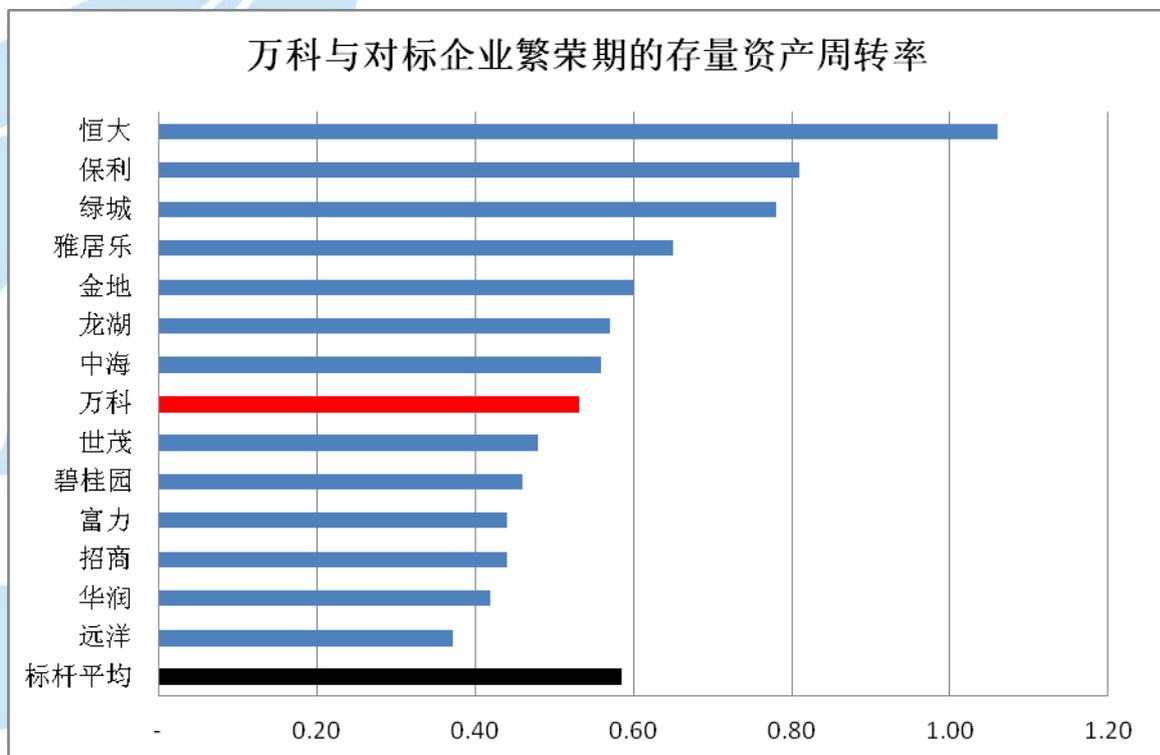


图 11 万科与对标企业繁荣期的周转效率比较（2009 年数据）

（数据来源：公司年报、中报，中航证券，贝塔策略工作室）

3. 3 低谷期周转效率显著优于同行

2011 年，万科的存量资产周转率较上年下降 29%至 0.56 倍，但显著高于主要地产上市公司的均值水平（0.45 倍），在主要地产上市公司中排名第 2，仅次于恒大地产。

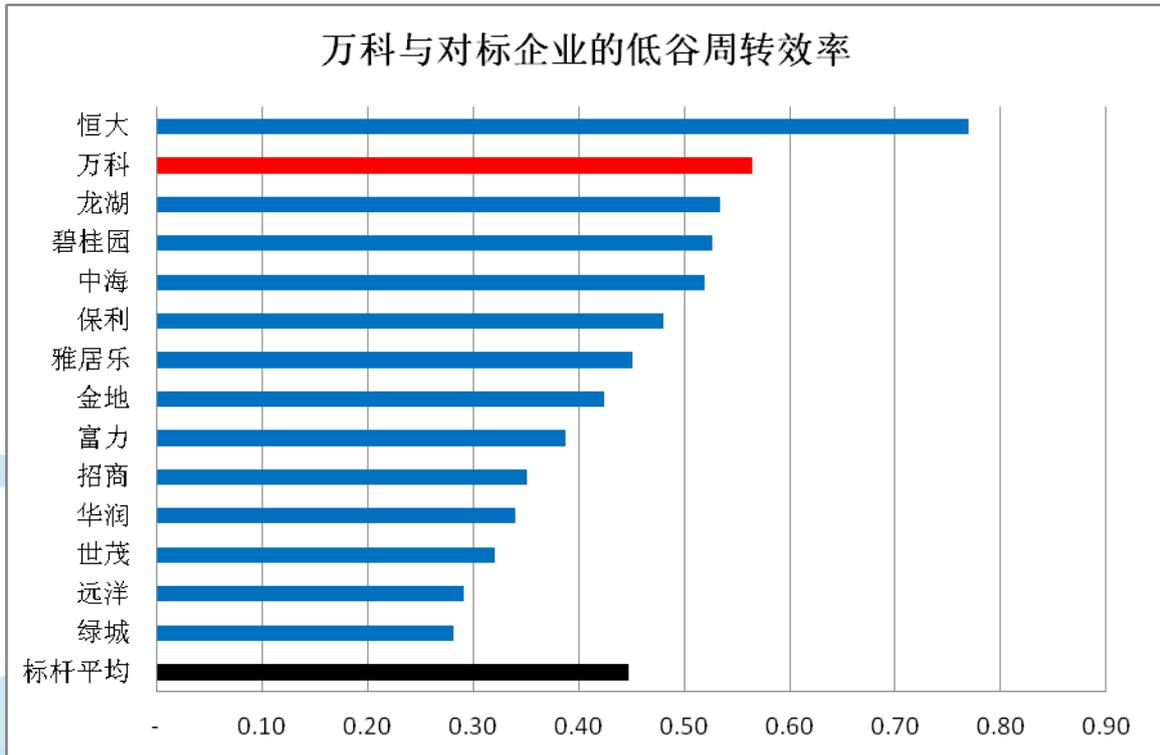


图 12 万科与对标企业低谷期的周转效率比较（2011 年数据）

（数据来源：公司年报、中报，中航证券，贝塔策略工作室）

3. 4 效率隐含回报 19%，潜在增长率 15.2%

综合考虑高峰低谷，万科的运营效率虽然不是最高的，但仍处于行业前列。以繁荣期 0.79 倍存量资产周转率、低谷期 0.45 倍存量资产周转率、23%的营业利润率计算，假设未来 5 年中有 2 年遭遇低谷冲击，则在财务安全底线范围内，公司长期平均的净资产回报率为 19%，由此推动的长期中的潜在增长率为 15.2%。其中，繁荣期公司资产（存货和承诺资本支出）的极限增速可以达到 60%；股权融资支持下，资产增速可进一步提升到 105%；但低谷期资产极限增速仅为 4%，周期套利空间较小。

四、合理估值：10.70 元，买入

今天的万科，在运营效率上仍处于领先地位，但与其他地产企业的差距在缩小，部分企业的运营效率甚至超越了万科；在模式上，万科也并没有太多的创新之处；从万科身上，我们很难看到让人期待的惊喜。

但平实中的坚持就是万科的力量，坚持相对保守的财务策略，坚持以“敬畏”之心对待行业周期，坚持高周转的运营战略，坚持规模化的土地布局、大众化的产品定位和产业化的发展方向——因为这样的坚持，所以，万科是最令人放心增长的企业，而这种放心增长就体现在公司的低资金成本和持续经营溢价上。

公司长期平均的效率隐含回报达到 19.0%，由此确定的每股收益的潜在增长率达到 15.2%，即使考虑地产行业的系统风险，合理估值仍能达到 12.2 倍市盈率，即，10.70 元/股，较当前市场估值高 25%，评级买入。



投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。
持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。
卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

杜丽虹, SAC 执业证书号: S0640511010013, 清华大学金融学博士, 一直从事地产、金融行业研究, 目前任江南证券地产行业首席研究员。

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, 本报告清晰、准确地反映了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。

公司地址: 深圳市深南大道3024号航空大厦(518000)

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 0755-83692635

传真: 0755-83688539

免责声明:

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性, 而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使其独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。