

房地产开发Ⅲ

署名人: 李少明

S0960200010015

010-63222931

lishaoming@cjis.cn

万科 A

000002

推荐

业绩符合预期, 毛利率大幅提高

公司公布10年年报并召开了年报业绩推介会。

投资要点:

- 10年EPS0.66元略超我们0.65元的预期, ROE16.5%, 营业收入、净利润507.1亿元、72.8亿元, 同比分别增长3.8%和36.7%。净利润大幅增长主要来自于毛利率的大幅提升。10年综合毛利率40.7%, 较09年上升11.3个百分点, 此外4个跌价准备冲回计6.2亿元。净利润率达到14.4%, 较09年上升了3.5个百分点。公司10年三费比率较09年上升了1.5个百分点, 但三费相对于销售金额的比例较09年下降了1.5个百分点, 公司费用控制能力进一步提升。ROE较09年提升2.2个百分点, 公司在以股东回报为核心, 追求有质量增长的道路上又迈进了一步。
- 10年公司销售规模首次突破千亿元, 市场占有率进一步提升。10年全年实现签约销售金额、签约销售面积1081.6亿元、897.7万平米, 分别较09年增长35.3%和70.5%, 销售均价为12049元/平米, 同比增长26.1%。全国市场占有率达2.06%, 较09年增加0.62个百分点。10年实现房地产结算收入、结算面积分别为500.3亿元、452.1万平米, 同比分别增长3.6%、下降25.3%, 结转均价为11066元/平米, 较上年增长38.7%。10年底预收款为744.1亿元, 相比09年底增加了426.7亿元, 增幅达134%, 锁定11年业绩尚有余; 预收款均价达12059元/平米, 公司千亿后管理平台已搭建, 预计11年销售规模不低于10年。
- 公司现金充裕, 财务安全性大幅提高。在调控加深的背景下对于开发商来说, 公司认为钱比地值钱。10年底公司的货币资金达到378.2亿元, 同比增长64%, 远高于短期借款和一年内到期长期借款的总和167.8亿元。扣除预收账款后的资产负债率和净负债率分别为40.2%、17.5%, 较上年下降3.8个百分点、2.2个百分点。
- 公司保持合理的土地储备规模, 11年将重点深耕已进入城市, 发挥资金优势择机发展更多优质资源。10年新进入12个城市, 布局更趋广泛, 新增权益建面2215万平米, 平均楼面地价2712元, 仅是10年的结算均价的24.5%。截至10年末累计进入46个城市, 战略纵深层次丰富, 发展空间广阔, 权益建筑面积总计3640万平米, 可满足未来二至三年的开发需要。
- 公司将坚持以股东回报为核心, 追求有质量增长, ROE和净利润持续高增长可期。公司新出台的股权激励方案更坚定了我们的信心。公司坚持普通住宅开发商的定位, 核心竞争力突出, 介入商业地产是为更好地获取住宅开发资源而非发展方向, 成功的快速周转模式和规模经济优势是公司强大盈利能力的保障。公司11年ROE将从10年的16.5%提升至21%, 提高公司10-12年EPS由1.05、1.29到1.05、1.31, 维持6-12月内目标价12.0元, 再次“推荐”。

风险提示: 注意政策调控加强、调控时间超预期等带来的行业及经营的风险。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	50714	63392	81142	101428
同比(%)	4%	25%	28%	25%
归属母公司净利润(百万元)	7283	11572	14403	17260
同比(%)	37%	59%	24%	20%
毛利率(%)	40.7%	41.0%	41.0%	40.0%
ROE(%)	16.5%	20.9%	21.0%	20.3%
每股收益(元)	0.66	1.05	1.31	1.57
P/E	12.65	7.96	6.40	5.34
P/B	2.08	1.66	1.34	1.09
EV/EBITDA	8	8	6	5

资料来源: 中投证券研究所

6-12个月目标价: 12.00元

当前股价: 8.38元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2996.21
总股本(百万)	10995
流通股本(百万)	10971
流通市值(亿)	919
EPS (TTM)	0.51
每股净资产(元)	4.96
资产负债率	74.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
万科 A	0.48	-3.23	-4.56
上证综合指数	1.80	4.18	11.04



相关报告

- 《万科 A-开年销售再创历史新高, 优胜劣汰能力持续彰显》2011-2-10
- 《万科 A-新增储备远超预期, 净利润 6 年复合增长 43%可期》2011-1-5
- 《万科 A-淡季再创销售佳绩, 累计销售金额超千亿元》2010-12-3

万科 2010 年报业绩推介会纪要

1、经营目标：追求股东回报增长，看重的指标是 EPS 和 ROE

11 年销售量要超过 10 年，有增长。但今年压力很大，特别是限购政策使很多人失去购房资格。

11 年计划新开工 1330 万平米，较 10 年增长 6%，这是保底目标。新开工可调整的空间较大。相对于新开工目标，竣工目标确定性更大。11 年预计竣工 729 万平米，但结算多少要看销售情况。

万科追求股东回报增长，看重的指标是 EPS 和 ROE，而不是销售规模增长。不以毛利率来要求自己，主动定价。

2、土地不是黄金、最合理的土地储备量是 2-3 年左右

万科认为土地不是黄金，最合理的土地储备量是 2-3 年左右。土地是肯定会有，到时候要看手中资金多少。万科的战略纵深，之前体现为回避地价高的核心城市，未来是深耕现有城市（包括重点城市）。认为今年下半年可能因行业调整出现逢低吸纳的机会。

与 07 年相比，目前对于房地产开发商来说，钱比地值钱，即使在当前通胀形势下仍是如此。

3、万科盈利不仅仅靠快速周转，还有规模经济

万科盈利不仅仅靠快速周转，还有规模经济。事实证明，万科模式在中国最适合。目前国内开发商不适合大规模经营持有型物业，一是资产规模达不到，而是融资渠道未放开。商业地产泡沫可能大于住宅，因为商业地产开发迎合了地方政府“转型”的需要，投资过度。

4、住宅开发新的市场机会

虽然人口红利下降，但由于人口结构变化的因素，会出现一些新的市场机会：

- 1、人口结构在变化，老年住宅即“活跃长者”的需求增加；
- 2、随着城市轨道交通发展，城郊的住房需求增加；
- 3、未来可能在农村宅基地上给农民建住宅。

前 5 大房产商才占 7.9% 的市场份额，行业集中度提升空间很大，万科发展空间很大。

5、为了做好住宅而去做非住宅

近年来，城市更新改造项目比例增多，特别是一线城市。城市更新改造为房地产带来更多的发展机会，既包括商业、住宅，还有会展、高科技园区、文体设施，房产多元化需求等。

万科发展商业地产，不是为了回避宏观调控，也不是为了获得土地增值。万科是为了做好住宅而去做非住宅。因为随着城市更新改造，商住混合项目比例越来越多。

万科并不看好商业地产等非住宅地产。一是非住宅地产供需更不平衡。10年全国销售10亿平米商品房，其中9亿为住宅，1亿为非住宅，而10年非住宅新开工面积达4亿平米；二是商业地产融资渠道未放开。

目前万科会介入非住宅部分，但核心仍是住宅。目前持有型物业的比例为5%，未来可能达到10%，在没有好的融资渠道前，不会超过20%。持有型物业比例不超过20%，可以从总资产和开发面积两种口径来衡量，现在是按照面积口径，未来偏向资产口径，但3年内统计口径问题不是很重要。

6、千亿后平台已搭建

07年获得500亿销售收入时，就开始搭建千亿后平台，开始组建社会精英计划，邀请各行业管过千亿资产的管理人员加入万科。公司经历了08年的考验。要实现2000-3000亿，万科管理平台基本够用。关键问题是：

1、战略把握：能不能坚持为普通人盖好房子。万科是战略导向清晰的公司，能坚持走下去；

2、人才问题：能否保持优秀团队。对外吸引、内部培养；

3、制度问题：公司规模大时制度和流程重要性凸显，目前加大制度流程建设，为未来做准备。

7、工业化体系的建设是建筑行业的未来

今年计划开工200万平米的工业化项目。但由于尚未完全推广，目前工业化不会使成本下降，反而会使成本增加。但公司仍大力推进工业化体系的建设，因为这是建筑行业的未来。万科正在建立工业化标准。发展工业化的原因：第一是建筑工人短缺制约行业发展，今年春节后，多数城市返工率仅有50%；第二是人工劳动技术差，效率低；第三，工业化有利于环保。

目前各地政府陆续出台政策鼓励工业化，北京奖励政策基本消化了因工业化引起的成本提高。

8、解决精装修难题

精装修一直是个难题，因为装修队伍难找。万科一套管理方法、一套施工工艺正申请专利，正在实现加工工厂化，图表化，整洁化；经常对工程实测实量，派人抽查，奖励做得好的，停产整顿做得差的；如今万科的装修在房地产行业首屈一指，4月份又开始修订新标准。事实证明，万科的精装修管理经住了考验。

9、万科的“标杆”

曾向新鸿基地产学习注重品质和服务客户，万科目前资产规模仍比新鸿基少，新鸿基地产服务体系成熟值得学习；

曾向帕尔迪公司学习如何在全国扩张，在几十个城市发展；

“千亿万科”目前面临无标杆的境况，“青出于蓝而胜于蓝”。但有专门领域的标杆企业，例如向汇丰银行学习作为一个由内部人驱动的企业如何保持基业长青。

10、参与保障房建设是为了尽社会责任，而非营利

大规模建设保障房，有利于社会和谐稳定，这是行业健康发展的基础，否则会行业剧烈频繁波动的状况无法改变。

保障房和商品房的消费群体有区分，两者在档次、功能、性能上有区别，长期来看大规模建设保障房不会影响商品房市场的发展；

万科的目标：为普通人盖好房子。对于保障房建设，万科的态度是：参与保障房建设是为了尽社会责任，而非营利，因此只要象征性的“赚一块钱”就够可以了。万科希望的模式是政府提供土地和资金，开发商纯代建，不垫资，不运营。因为建筑成本完全可控，而运营成本不可控。

附：公司10年年报财务与经营等指标

图 1：经营情况

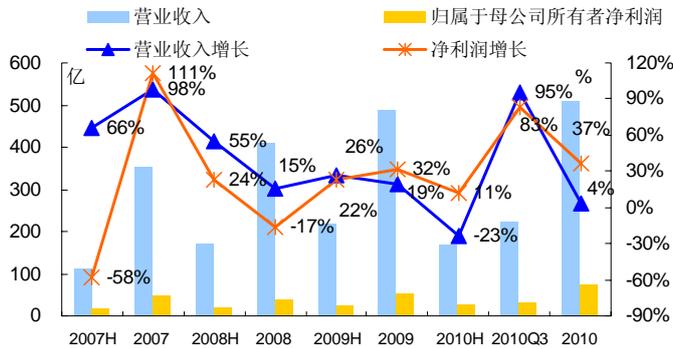


图 2：EPS 和 ROE

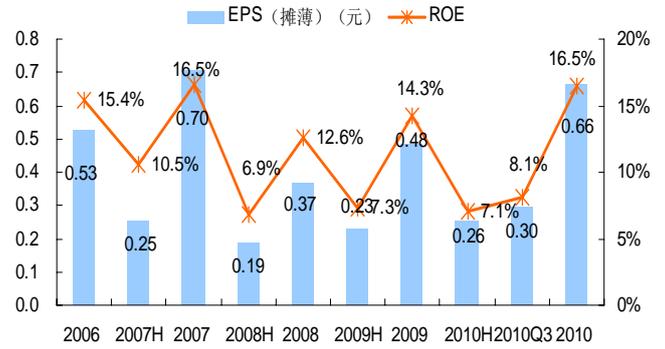


图 3：综合毛利率和净利率

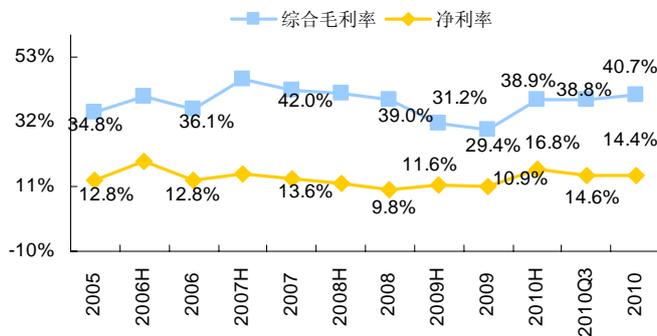


图 4：三费水平

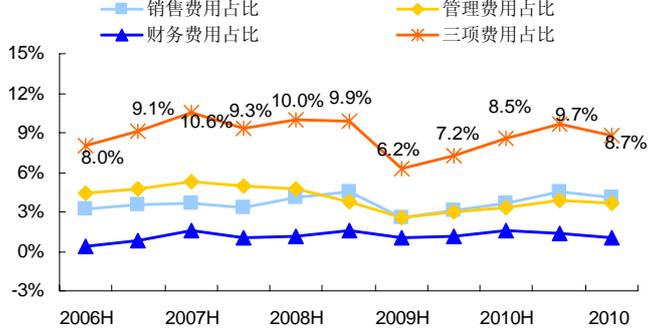
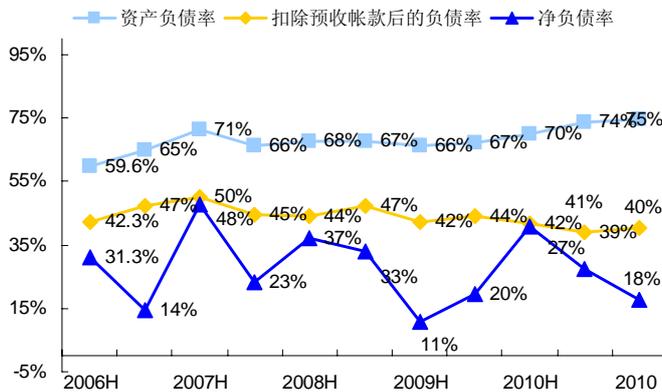


图 5：负债水平



数据来源：上市公司，中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	205521	256780	299917	350276
现金	37817	48907	40039	45329
应收账款	1594	1613	1613	1613
其它应收款	14938	15117	15117	15117
预付账款	17838	17800	17800	17800
存货	133333	173343	225346	270415
其他	0	0	1	2
非流动资产	10117	9987	9857	9727
长期投资	4494	4494	4494	4494
固定资产	1220	1110	1000	890
无形资产	374	374	374	374
其他	4030	4010	3990	3970
资产总计	215638	266767	309773	360003
流动负债	129651	159369	185411	215091
短期借款	1478	1478	1626	0
应付账款	16924	21048	26941	34247
其他	74405	100000	120000	144000
非流动负债	31401	38688	38688	38688
长期借款	24790	32078	32078	32078
其他	6610	6610	6610	6610
负债合计	161051	198058	224099	253779
少数股东权益	10354	13295	16957	21345
股本	10995	10995	10995	10995
资本公积	8789	8789	8789	8789
留存收益	24058	35630	48933	65094
归属母公司股东权益	44233	55414	68717	84878
负债和股东权益	215638	266767	309773	360003

现金流量表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	2237	-2604	-15428	-1136
净利润	8840	14513	18065	21649
折旧摊销	117	131	131	131
财务费用	504	-5627	-6734	-8172
投资损失	-778	-800	-800	-1000
营运资金变动	-5981	-10226	-26090	-13743
其它	-464	-595	0	0
投资活动现金流	-2192	779	778	978
资本支出	262	0	0	0
长期投资	-1901	0	0	0
其他	-3831	779	778	978
筹资活动现金流	13025	12915	5782	5447
短期借款	290	0	148	-1626
长期借款	7288	7288	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	232	0	0	0
其他	5215	5627	5635	7073
现金净增加额	13094	11090	-8868	5289

单位: 百

利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	50714	63392	81142	101428
营业成本	30073	37401	47874	60857
营业税金及附加	5624	7607	9737	12171
营业费用	2079	2853	3651	4564
管理费用	1846	2346	3002	3753
财务费用	504	-5627	-6734	-8172
资产减值损失	-545	0	0	0
公允价值变动收益	-15	0	0	0
投资净收益	778	800	800	1000
营业利润	11895	19613	24412	29255
营业外收入	72	0	0	0
营业外支出	26	0	0	0
利润总额	11941	19613	24412	29255
所得税	3101	5099	6347	7606
净利润	8840	14513	18065	21649
少数股东损益	1556	2942	3662	4388
归属母公司净利润	7283	11572	14403	17260
EBITDA	12516	14116	17808	21213
EPS (元)	0.66	1.05	1.31	1.57

主要财务比率				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	3.7%	25.0%	28.0%	25.0%
营业利润	37.0%	64.9%	24.5%	19.8%
归属于母公司净利润	36.7%	58.9%	24.5%	19.8%
获利能力				
毛利率	40.7%	41.0%	41.0%	40.0%
净利率	14.4%	18.3%	17.8%	17.0%
ROE	16.5%	20.9%	21.0%	20.3%
ROIC	21.6%	20.7%	18.9%	19.7%
偿债能力				
资产负债率	74.7%	74.2%	72.3%	70.5%
净负债比率				
流动比率	1.59	1.61	1.62	1.63
速动比率	0.56	0.52	0.40	0.37
营运能力				
总资产周转率	0.29	0.26	0.28	0.30
应收账款周转率	43	39	50	63
应付账款周转率	1.81	1.97	2.00	1.99
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.66	1.05	1.31	1.57
每股经营现金流(最新摊薄)	0.20	-0.24	-1.40	-0.10
每股净资产(最新摊薄)	4.02	5.04	6.25	7.72
估值比率				
P/E	12.65	7.96	6.40	5.34
P/B	2.08	1.66	1.34	1.09
EV/EBITDA	8	8	6	5

资料来源: 中投证券研究所, 公司报表, 单位: 百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李少明: 中投证券房地产行业首席分析师, 工商管理硕士, 14 年证券研究从业经验。

主要覆盖公司: 万科、保利地产、招商地产、金地集团、首开股份、滨江集团、世茂股份、苏宁环球、泛海建设、云南城投、北京城建、广宇发展、亿城股份、金融街、中国国贸、中华企业、冠城大通、上实发展、华发股份、大龙地产、沙河地产、胜利股份、香江控股。

张 岩: 实习生, 国内某著名大学研究生。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434