

2011年3月25日

调控中优势显现更为突出

强烈推荐/维持

房地产行业

调研快报

——万科 A (000002) 调研快报

郑闵钢

房地产行业分析师

执业资格证号: S1480510120012

Zhengmg@dxzq.net.cn

电话: 010-66507310

事件:

近期我们来到万科与公司有关领导进行了解,就公司目前的经营情况进行沟通。

提问一:目前的调控形势下,对万科的影响如何?

答:我们承认目前市场的增长放慢,调控将常态化。从中长期来看,房地产行业还是能实现比较高的增长,城市中家庭结构发生的变化,如多代同堂的生活方式逐步被以小家庭生活的方式取代等,房地产市场仍有很大发展空间。2010年公司销售规模首次突破千亿,全年实现销售面积897.7万平方米,销售金额1081.6亿元,但也只占全国2010年商品房销售额5.25万亿元的2%多一点,而按销售面积计算占有率还不到1%。而在国际发达国家,大型房地产公司的市场占有率可达5%以上。我们认为房地产市场的发展空间仍很大,公司的规模增长前景很大。

限购把市场的需求放缓,这是一种短期极端的调控做法,目的是减缓供需矛盾,这对当前的社会稳定起到很大帮助作用。限购保护了当地居民,但对新进入该城市的人来说被限制了,这在一定程度上影响城市化进程。公司原来比较好卖的小户型现在受到限购的一定影响,公司目前根据市场条件的变化在进行调整。限购如有扩大会影响到整个市场的销售价格,由于小城市的价格原本就不高受到的影响最大。限购在一定程度上也影响开发企业的降价的意愿,因为企业实行降价是需要因降价带来的销量增长进行弥补,但限购下的降价行为可能仍无法带来销量的增长。

提问二:公司今后发展策略有没有变化?

答:公司坚持城市经济圈聚焦策略,在发展上一线城市仍会是重点,因为大城市拥有良好的就业吸引力,就业的增长仍给房地产市场造就一个良好的发展空间。与此同时公司会在深耕一线城市的基础上,积极向其周边的二三线城市进行有序的延伸。公司仍以高周转的开发模式,通过快速周转来消除市场带来的相关风险。公司仍将保持为普通人盖好房子的传统,并在考虑广大股东利益的同时,首先将为普通人盖好房子落实在那些一般具备购买能力的购房者。

提问三:调控中公司仍表现增长的竞争能力体现在哪些方面?

公司进入行业时间长,经历了房地产市场的多次起伏。房地产市场的起伏为万科锻炼出了一支很强的管理团队。很早就进入跨地域开发,摸索出许多经验,面对调控公司对目前的经营和今后的发展都有很好的把握能力。公司的竞争优势在于较强的融资能力和经营能力,在土地市场实行“招、拍、挂”前公司的尚无拿地优势。之后随着土地市场公开、透明,依靠公司自身融资和经营的优势拿地的能力也早已增强。公司注重品牌培养,我们认为未来市场的竞争在于产品结构。从2010年,公司的销售中35%是第一次购房,改善性购房占到50至55%,其它为投资性购房。从全国来看,第一次购房的比例占到50%,而我们公司改善性购房比例

高些。去年在改善性购房中，首次改善和再改善各占 25%。预计 2011 年公司的销售中首次改善购房的比例将加大。从公司开发项目的销售结构看出，我们的购房群体是以改善性的自住购房者为主体，这部分群体的购房能力强，同时仍属于政策鼓励的购房对象。公司的产品结构具备优势，拥有广大的有效客户群。公司的销售将能在高于行业平均的水平上进行增长。另外公司拥有广泛的融资渠道，基金、信托以及外资对信贷收紧后企业的资金角一个很好的补充。公司今后仍会通过以上各种方式进行广泛地融资活动，以降低融资渠道单一所带来的风险。公司一个重要的优势是企业文化的优势。公司的价值观比较简单，核心价值观是“创造健康丰盛的人生”。公司以“专业化 + 规范化 + 透明度 = 万科化”来建设一个“阳光照亮的体制”在一个高透明的体制下，公司整体职责明确、分工专业、奖惩公开，从而创造出了万科高效的经营能力。

提问四：工业化生产在政府对房地产市场的监管中能发挥什么作用？

住宅的工业化生产是未来发展的方向。在预收款监管不断收紧的形势下，工业化生产有更大的优势。这主要是工业化生产将带来工期的缩短，理论上可缩短一半。工业化生产在保障房建设中也起到很好的作用。一般保障性住房建设规模大，进度要求快，套型结构设计易于标准化，对节能环保要求较高，适合工业化建设。公司也已开始积极尝试保障房业务与工业化技术的结合。目前，公司在深圳、南京的两个保障房项目中已经引入工业化技术。公司也在上海、北京和深圳三个区域中心实施工业化工程。公司在广东省东莞市设立了万科住宅产业化研究基地用地，同时也获得建设部授予“国家住宅产业化基地”称号。公司在 2010 年实现 106 万平方米的工业化开工面积，超额完成预定目标。今年公司仍将扩大工业化，预计完成 200 万平方米工业化项目开工目标，并在北京着手建立第二个建筑技术研究基地。另外工业化生产可减少施工现场的管理人，可为企业带来管理成本的降低。2011 年，公司将持续推进工业化体系的建设，完善工业化分级体系。

提问五：2011 年计划的新开工面积还会有增大空间吗？

2010 年，公司实现新开工面积 1248 万平方米，相比年初计划的 855 万平方米增长 46%。全年公司实现竣工面积 442 万平方米，相比年初计划的 504 万平方米减少 12%。根据公司 2010 年的规划，新开工面积仍将加大。预计 2011 年新开工面积 1,329 万平方米，比 2010 年增加 6%。公司目前计划的新开工面积没有包括 2011 年将新取得土地项目的新开工数，所以 2011 年新开工情况应该在现在的计划上有所增加。

结论：

从房地产行业来看，我们认为房地产市场已处成长期的后期，行业已由原高成长转而增长减缓。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，比如工业化生产工期短的优势可让企业更好适应资金监管带来的资金占用，可以更好地高效、低成本开展保障房建设工程。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一半以上。改善性自住购房群体的购房能力强，同时仍属于政策鼓励的购房对象。我们认为万科的产品结构具备优势，拥有广大的有效客户群，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，在 2011 年中公司的市场占有率提高有望提速。目前公司销售规模已突破千亿，这也表示着公司经营规模的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 8.91、7.45 和 5.67。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標价为 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
流动资产合计	205521	254582	354128	489245	营业收入	50714	81360	109900	149900
货币资金	37817	32544	43960	59960	营业成本	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
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	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
资产总计	215638	263001	362272	497116	利润总额	11941	15868	18566	23754
流动负债合计	129651	168972	252267	368799	所得税	3101	3967	4641	5939
短期借款	1478	32828	88241	166980	净利润	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
非流动负债合计	31401	31799	38799	45799	EBITDA	12869	17575	22099	29859
长期借款	24790	31790	38790	45790	BPS (元)	0.66	0.94	1.12	1.48
其他非流动负债	9	9	9	9	主要财务比率				
负债合计	161051	200772	291066	414598		2010A	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	10354	11910	13466	15023	成长能力				
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	获利能力				
负债和所有者权益	215638	263001	362272	497116	毛利率(%)	41%	38%	37%	37%
现金流量表	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%
经营活动现金流	189	-25861	-43274	-57889	ROE(%)	16%	21%	21%	24%
净利润	8840	11901	13924	17816	偿债能力				
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	营运能力				
投资活动现金流	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	每股指标(元)				
筹资活动现金流	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	估值比率				
资本公积增加	232	0	0	0	P/E	12.70	8.91	7.45	5.67
财务费用	0.00	-1454	-3279	-5851	P/B	2.08	1.83	1.60	1.37
现金净增加额	189	-5273	11416	16000	EV/EBITDA	7.90	7.08	8.27	8.45

分析师简介

郑闽钢

房地产行业研究员，2007年加盟东兴证券研究所。之前在中国东方资产管理公司负责股权资产的处置和管理工作。

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。