



前四月占有率提升1倍

万科 行业整合再提速



□本报记者 陈雪 深圳报道

2008年,经过2年迅猛发展之后的房地产业开始放缓脚步。前4个月,全国商品住宅销售面积减少4%,销售金额仅增长1.6%。尽管绝对规模并未显著萎缩,但销售增幅的停滞已是显而易见。

市场高呼房地产“拐点”来临的时候,行业龙头万科面临诸多挑战,同时也遭逢更多机遇。数据显示,在行业内负债率相对较低的万科,拿地速度正在加快,而市场份额则较去年同比提升1倍。

套用巴菲特的话,只有当潮水退去时,才能知道谁在裸泳。对企业来说也是如此,当行业处于高峰时,大多数企业都能实现业绩的强劲增长;只有当行业遭遇低谷时,企业真正的竞争力才得以充分体现。

1至4月,万科的市场份额达到2.8%,相较去年同期提升逾1倍

尽管2008年前5个月累计实现销售面积221万平方米,销售金额197.6亿元,同比分别增长39.1%和67.3%,远高于同期市场的增幅。

无疑,万科对市场形势的判断和应变能力起到了关键作用。当市场还在为拐点之说争论时,万科已针对市场环境的变化制定了“聚焦主流,理性应变”的销售策略。据执行副总裁肖莉介绍,万科已经对产品线实施动态管理,每月都会对户型结构、需求类型等进行分析,并对不同类型产品的销售率,存货去化率等指标进行归纳整理,以便迅速了解市场需求,并有针对性地对后续产品的规划、设计等进行相应调整。

万科发现,近期销售数据呈现出几点明显的特征:首先,以首次置业和改善型需求为代表的刚性需求已成为市场主流。前4月销售产品中,这一类需求的比例已经接近90%,而投资型需求基本已经淡出;其次,和万科此前判断一致,小户型产品受到市场欢迎,根据套数比例,1月份公司销售产品中90平米以下占比约40%,4月份占比约50%,由于户型减小导致相对购买力提升,小户型产品的竞争力逐渐显现。这符合万科自2006年以来就积极推进的小户型战略。

万科认为,所有这些信号传递出某种积极的信息。尽管短期来看,市场的调整仍然会引起部分市场参与者的疑惑与观望,也不排除会发生过度调整的可能性,但在刚性需求主导的背景下,行业有望在调整后迎来稳定的发展阶段。肖莉认为,“只要决定行业基本面的深层因素依然明朗,则调整必然只是阶段性插曲,不可能改变行业整体的发展方向。”

5月份万科新增7个项目,而此前4个月,万科仅增加8个项目

6月5日的临时股东大会上,总裁郁亮曾表示,从万科最近几年买地的情况

看,2006年新增项目资源最多,2007年其次。未来两年将是万科回收现金的高峰期,随着土地市场更加理智和平静,万科在土地市场上可能会迎来一个难得的发展机会。

从数字上看,2007年尽管开竣工面积大幅提升,但新增项目资源反而有所下降,为1142万平方米。对此,万科在07年三季度报告中作出了解释,面对二季度以来各主要城市地价大幅度上涨的局面,万科将在市场变化前保持冷静。万科具有在短期内进一步扩充项目资源的能力,但管理层认为,可以选择更合理的时机,以更有利的方式来体现这一能力。

事实上,万科正在耐心地等待着以更合理的时机、更有利的方式获取资源。根据公告,5月份万科新增7个项目,权益面积118.5万平方米,而此前4个月,万科仅增加8个项目,权益面积131万平方米。从土地成本来看,5月份新增项目价格每平方米不足2000元,不仅远低于万科2007年的平均土地成本,也低于此前4个月公司新增项目的成本。很显然,万科在5月突然发力了,这意味着,万科对土地市场已形成某种判断,并已经寻找到合适的进入时机。

截至3月底,万科的净负债率为30.9%,远低于行业平均水平

而万科在财务上的高度谨慎与稳健,也为其发展奠定了良好的基础。

Wind咨询的统计显示,1季度末房地



产行业平均资产负债率为69.7%。万科一季度报告显示,截至3月底,公司资产负债率为66.5%,低于行业平均水平。如果考虑到负债中有243亿来自预收账款,则实际的负债率更低。对房地产企业而言,预收账款主要由已售未结金额构成,随着项目竣工将确认为收入,并不构成实质性负债,扣除这部分资金影响后,万科的实际负债率仅为43.6%。

由于资产负债率并不能剔除预收账款的影响,而对于万科这种规模大、项目多、周转快的企业来说,预收账款往往占较大的比例,一季度末,万科近三分之一的负债来自预收账款,因此万科更倾向于采用净负债率衡量负债情况。所谓净负债率,即企业的有息借款减去货币资金后对所有者的权益的比例,它是在综合考虑企业的负债构成、自由现金流等指

标的基础上评估财务结构的稳定性,也是国际上常用的财务指标。

较低的净负债率背后,一方面可能是较低的有息负债,另一方面则可能是公司持有足够的现金。实际上,万科一直注意现金的保有量。2007年年底万科持有现金170亿,一季度末为156亿。据肖莉介绍,目前万科的现金存量依然保持在3月末的水平上,充裕的流动性为公司的财务稳定性和未来的发展提供了重要的保障。不仅如此,由于万科的负债结构中短期负债的比例相对较低,因而公司实际偿债压力有限。2007年底,万科的有息负债结构中66%为长期负债,一年内到期的负债仅占34%。

这种对流动性的高度重视,来自于万科一贯遵循的“现金为王”的财务策略,同时也归因于其早在2006年作出的判断,即:随着调控的持续深入以及行业的日益规范,资金将取代土地成为制约行业发展的主要瓶颈。基于这一判断,万科一方面加强对财务稳健性的管理;另一方面,也不断开辟新的融资渠道。目前,万科发行不超过59亿的公司债券的方案已获监管部门审核通过。在信贷紧缩、资金紧张的整体背景下,相对丰富的融资渠道已成为万科的一大优势。

保守估计未来10年内将新增6000万户家庭,市场发展空间大

根据国家统计局的数字,2007年前4个月,全国商品住宅销售面积1.42亿平方米,销售金额5008亿元,同比分别增长16.5%和31.2%,而2008年前4个月,全国商品住宅销售仅1.37亿平方米,同比减少4%,销售金额5088亿元,同比微增1.6%。

尽管如此,万科仍然坚定看好行业的未来。万科最近一份研究报告指出,在快速城市化阶段,房地产市场迅速扩张是普遍现象。而近20年来,中国的城市化以接近每年1%的速度推进,为世界历史上所罕见。日本城市化率从45%提高到60%花费25年,期间城市家庭数量增加1450万户,住房总存量增加1400万套,住房存量的增长基本和城市家庭数量增长相匹配。相比而言,中国城市化率从35%提高到45%,仅经过7年,期间城市家庭增加5400万户,住房总存量仅增加4200万套,其中开发企业建设约2800万套,整体仍然呈现供不应求的态势。

从1955年到1992年,日本地价连续37年保持上涨态势,全国地价累计上涨66倍,六大都市圈地价累计上涨145倍,其中仅1974年出现过小幅下跌。其中地价上涨最快的阶段并不是危机前夜的80年代后期,而是最安全、距离危机最远的50到60年代。从70年代初到80年代中期,日本住宅地价在长达15年中保持着约9%的复合增长率。这意味着,在经济的持续增长和城市化快速推进的支撑下,住房场所繁衍产生的旺盛需求足以消化行业发展中的不利因素。

在万科看来,当前中国住宅市场出现的短期波动也和日本70年代中期的市场类似,属于长期向上趋势下的阶段性调整,伴随调整的结束,行业也将迎来新一轮景气周期。作为一个永远做好准备的企业,万科董事长王石在6月5日的股东大会上表示,中国改革开放今年30年,而万科将在改革开放的第二个30年,进入真正的快速发展期。



■采访札记

万科的“错峰生存论”

□本报记者 陈雪

万科总裁郁亮曾经说过,房地产企业不能总想着在房价最高的时候卖房子,在地价最低的时候买地。记者理解,就如同炒股票,不可能总指望在最高点卖出,在最低点买入。想把钱赚足的人,到头来总是做赔本买卖。套用巴菲特的话就是,在别人贪婪的时候恐惧,在别人恐惧的时候贪婪。

这是个简单的道理,万科的聪明不在于说了,而是在于做了。2004年下半年到2005年第一季度,上海楼市火爆,购房者排队抢购、开发商捂盘惜售。万科当时的判断是,市场的亢奋不能持久更不可依赖,因此坚持快速销售策略,调整到来时万科的“仓位”相当轻,没有存货压力。2005年二季度,上海市场的情绪从“沸点”降到“冰点”。而万科认为行业良好的发展前景并没有逆转,阶段性调整更多意味着机会。2005年到2007年,恰好是万科在上海发展得最好的几年,市场份额从不足1%增长到超过2.5%。在最近一轮的全国性房市波动中,万科再次上演了“上海攻略”,从去年9月开始的快速销售,到现在5月份的加快获取项目资源,占尽先机,市场份额今年前4个月达到2.8%,比去年同期翻番。

拿地卖房如此,融资也是如此。“现金为王”,“做地产就是做金融”等理论,在万科可谓得到最佳实践。回想万科从上市至今,几乎每一轮融资的最佳时机都没有错过,配股、定向增发、可转债、B股、企业债等等,18股融资兵器样样精通。而且,最神奇的是居然几乎没有遭到过太多的非议,甚至在行情好的时候,市场还会以涨停板来回报万科的融资方案。

对地产企业的管理者来说,细水长流的融资理念未必正确,应该抓住时机,在股东愿意给你的钱时融资。当然,股东愿意给钱的时候,一定是楼市最好的时候,但地价也是最高的时候,这就可能出现“贵买”;等房子盖好后,可能楼市又转入萧条,不得不“贱卖”;而最理想的情况应该是在楼市不好的时候融资拿地,在楼市好的时候卖房子回笼现金。但天下哪里有这么美妙的事情,因此管理者必须经受的考验就是如何把资金和土地资源的“错峰”调节好。

在这方面万科的节奏调节很好。当别人担心万科资金链紧张的时候,万科不但账上趴着150多亿的现金,还做了发行公司债的准备,甚至因为眼下利率高而处于观望中;而那些担心万科去年买的“地王”会赔钱的人,并没有注意到万科170多个项目只有10个项目是去年高价获得的,万科更多的地是06年甚至更早之前拿到的便宜的土地。

最近几年,万科每年初总要提出一些“口号”,譬如去年是“大道当然,精细致远”,今年是“虑远积厚,守正筑坚”。仔细观察,这些绝不仅仅是口号,而是真正体现了万科的思考,并被认真执行。去年,郁亮说,地产企业管理太粗糙,应该向制造业学习,然后万科优化管理架构和流程,甚至还从制造业的世界500强引入管理人才。今年,万科应对楼市波动果然理性。知进知退,万科所以成功。

记得巴菲特还有一句名言,“只有在潮水退去时,我们才能知道谁没穿泳裤。”对于2007年中国的楼市而言,这样人人发大财的好年景,我们是从不知道哪家房地产公司是真正优秀的公司,只有危机才能提供难得的检验机会。现在断言万科是不是穿着“黄金泳裤”也许太早,但我们有理由抱着谨慎乐观的态度等待。

行业集中度加速

地产龙头投资价值凸显

■国泰君安 孙建平

在去年从“中国故事”到“中国神话”的全国性升华中,地产行业也发动了亢奋行情,2007年全国商品房销售额月平均涨幅41%,2004-2006年月均涨幅30%。

在市场本身和政策外力的作用下,经过2007年四季度开始至今的量价调整后,成交量和房价所代表的行业景气将持续,但增速将趋于温和。

当商品房作为资源和资产价格的光环消退后,作为消费品的价格将会回应人口红利下的居住需求,这是成交量和房价理性回归后的支撑底线。

中国目前有大约2亿人向城市迁徙,占总人口大约12%,而且以每年1500万人的规模在增加,每年迁徙人口中有7%-28%成为房地产市场的新潜在客户来源。

美国婴儿潮一代决定房地产市场进程整整30年,其中成为经济、社会支柱后的第二次置业需求就占了10年。中国1962-1975年第一次“婴儿潮”总人口3.7亿人;1981-1991年第二次“婴儿潮”总人口2.5亿人。进入结婚置业高峰期的“80后”小婴儿潮成员已成为2008年自主性消费需求增长的生力军,婚房旺销和中小户型成交比例大幅上升可以说明。例如:北京90平米一手新房成交量从原来的不足15%上升到今年的25%以上;上海则从不足20%上升到35%以上。

房地产行业历来是一个多个利益相关者充分博弈的场所,在做行业的中长期前景判断时,不应忽视购房者、开发商、地方政府、中央政府、外资等所有参与者的目标函数和行为。从更为短期的下半年来说,虽然汶川大地震、越南金融危机等连续外生事件使得成交量恢复增长的速度和见底止跌的时间受到影响,但3月末以来的销售回暖趋势有望持续。

行业集中速度

我们的测算结果表明,假设2008年商品房销售额和开发商拿地支出的增速均同比下降10%,则行业资金概算缺口7100亿元,其他参数不变则只要商品房销售额同比增长14%,资金供求基本平衡。资金缺口对行业销售额的敏感性充分表明,就公司个体来说,夺取更多市场份额,加快行业集中速度是解决资金紧张的有效途径;客观上政府调控政策也有利于优势企业成长,具备规模优势的龙头企业显然处于更有利的位置上。

项目开工但又拿不到预售证的非上市中小企业;“不上市就上吊”的大开发商,去年大量拿地后储备规模急速膨胀者,举债能力脆弱、净负债率偏高者,开发区域单一者,都很容易在资金链紧张的冬天中受伤。而在下游最直接的销售市场,行业集中速度加快的趋势开始显现。1-4月行业商品住宅销售额同比增长1.6%,万科市占率从2007年4月不到1.5%上升到2008年同期的2.83%。

万科投资价值凸显

过去的表现证明,万科在把握市场机会和资源整合能力上的表现值得信赖。

2004年下半年,以上海为代表的长江三角洲地区房价在宏观调控号角中快速上涨,公司抓住机会加快长三角的推盘速度。2005年3月,上海房价开始明显下跌,同月万科成功收购南都集团,既以分期支付的18.58亿元现金新增项目储备资源219万平米(其中相当部分项目已进入开发期);同时也借此成功进入杭州、镇江、义乌、长沙等城市。随后在当年中期,公司调减全年开工和竣工计划,减少现金支出。2006年下半年上海房价开始止跌回暖。

目前万科拥有项目储备建筑面积2541万平方米左右,权益建筑面积大约2078万平米,按照3+X战略分布在全国30多个城市,广泛的触角有利于公司对市场和政策保持正确判断,同时也有利于公司充分利用中国经济的区域性和各区域地产行业的不同周期性,获得更好的财务报表。

我们预测2008和2009年公司EPS是0.72元和1.07元,在楼市平静和股市熊市的2004-2005年,公司也享有12倍左右的PE,基于对行业前景及整合速度加快的判断,公司成长性和行业领跑者的龙头地位,公司估值底线是2008年15倍,维持增持投资评级。对于长期投资者来说公司的投资吸引力更突出,我们也期待万科第三个10年的乘法表现,期待他们在行业集中速度加快的进程中有更多精彩演出。