

大陆与香港 — 消息快报

万科前三季度业绩增长 9.5%

周路

业绩集中于四季度体现。万科(000002.SZ/人民币 7.19; 200002.SZ/港币 7.35, 买入)今年前三季度实现营业收入 293.08 亿元, 同比增长 31.0%; 归属于母公司所有者的净利润 35.84 亿元, 同比上升 9.5%, 合每股收益 0.326 元。从三季度单季来看, 公司营业收入同比增长 66.0%至 93.2 亿元, 净利润同比增长 31.9%至 6.1 亿元。公司业绩基本符合我们的预期。1-9 月, 公司累计实现结算面积 236.9 万平方米, 比去年同期增长 9.7%, 结算收入 281.0 亿元, 比去年同期增长 26.9%; 第三季度单季公司实现结算面积 98.6 万平方米, 结算收入 89.3 亿元, 同比去年分别增长 50.5%和 56.9%。由于前三季度结算量持续低于销售量, 而期间费用主要与经营和销售规模相关, 在毛利率由去年同期的 28.9%微升至 29.9%的情况下, 公司净利率反而由 14.6%下滑至 12.2%。随着第四季度更多的项目竣工并转入结算, 预计公司全年结算量及净利润的同比增幅相比前 9 个月将有较为明显的提升。

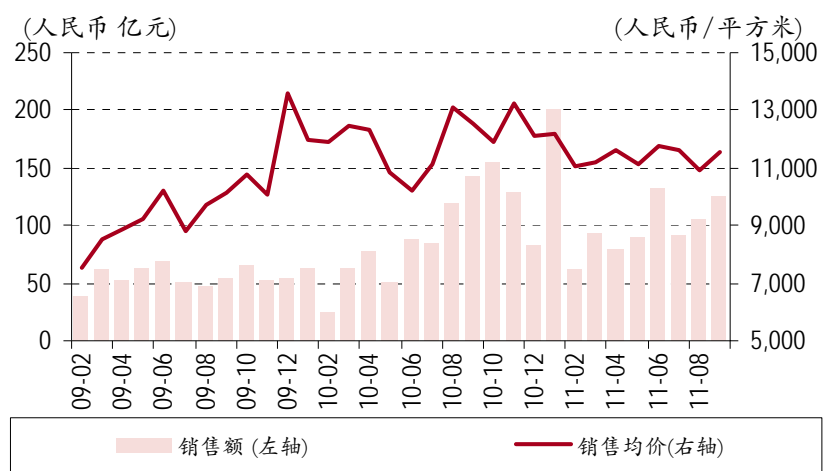
图表 1. 业绩摘要

(人民币, 百万)	2010 年前三季度	2011 年前三季度	同比变动(%)
营业收入	22,380	29,308	31
营业成本	13,696	17,044	24
营业税	2,226	3,492	57
毛利润	6,458	8,772	36
其他收入			
销售费用	1,007	1,689	68
管理费用	866	1,271	47
营业利润	4,585	5,811	27
投资收益	517	89	(83)
财务费用	297	195	(34)
营业外收支	258	(55)	n.m.
税前利润	5,063	5,650	12
所得税	1,237	1,544	25
少数股东权益	554	522	(6)
归属上市公司股东净利润	3,272	3,584	10
主要比率(%)			
毛利率	29	30	
经营利润率	20	20	
净利率	15	12	

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

销售优于大市。第三季度公司实现销售面积 282.2 万平方米，销售金额 320.7 亿元，分别比 2010 年同期增长 0.5% 和减少 7.4%。尽管公司的当季销售也不可避免地受到大市下滑的影响，但其以中小户型和精装修房为主、面向自住客户的产品特征在弱市中优势凸显，销售情况明显好于整体市场。今年 1-9 月，公司累计实现销售面积 841.2 万平方米，销售金额 970.8 亿元，分别相比 2010 年同期增长 39.9% 和 35.9%，较全年 1,400 亿元的销售目标完成度达 69.3%。基于四季度销售额同比下滑 10% 的中性假设，我们预计公司全年可实现 1,300 亿元左右的销售额，较去年仍保持 20% 左右的增长，并基本完成年度销售目标。由于销售量持续高于结算量，公司已销售未结算资源继续增加。三季度末，公司合并报表范围内共有 1,208 万平方米已销售资源尚未结算，合同金额合计约 1,380 亿元，相比中期的 1,022 万平方米和 1,187 亿元分别提升 18.2% 和 16.3%。公司目前已经锁定了我们对其 2011 年结算收入的 100% 和 2012 年的 78%，盈利可见性位居 A 股公司前列。

图表 2. 万科单月销售金额和均价



资料来源：公司数据，中银国际研究

投资稳步推进。由于销售和存货压力相对较低，公司年内未出现下调开工计划的需要。1-9月，公司共实现开工面积1,139万平方米，完成全年计划数的85.70%，较中报时的759万平方米和57.10%稳步推升，预计公司全年实际开工量可能略高于年初的计划数1,329万平方米。公司表示由于少部分项目的施工进度受到偶然性因素的影响，预计全年的竣工面积可能略低于年初计划，但差异应不会太大。在项目拓展方面，万科三季度累计新增项目18个，按公司权益计算的规划建筑面积约322.7万平方米，而其上半年新增加开发项目22个，对应权益建筑面积约423万平方米。随着下半年土地市场的进一步降温，万科在拿地节奏上有所加快，但整体上仍秉承了较为谨慎的投资原则。截至9月底，公司规划中项目的权益建筑面积共计3,581万平方米，与中期基本持平，保持在未来两到三年开发所需的合理水平。

财务状况良好。在行业整体融资环境不断紧缩的背景下，万科仍然保持着相对良好的财务和资金状况。截至报告期末，公司持有货币资金339.0亿元，仍明显高于短期有息负债的总和237.8亿元。受预收账款增长的影响，公司的资产负债率较中期时的77.9%微升至79.0%，剔除预收账款后的资产负债率则由中期的36.8%略降至35.6%；净负债率由中期的20.8%上升至30.3%，但仍处于业内的较低水平。公司的有息负债中54.2%为长期负债，财务结构安全稳定。

板块投资首选。万科对大市的清晰判断、谨慎的财务政策、良好的战略纵深、在小户型和精装修等产品战略上的先行布局，将使其在调整市场和未来的行业整合中始终占得先机，龙头地位进一步巩固。目前公司股价较2011年每股NAV有51.4%的折价，2011年动态市盈率7.4倍，最新市净率为1.7倍，各项估值均处于历史的谷底水平。万科是我们目前A股地产板块的投资首选，重申对其的**买入**评级。

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371