

房地产开发Ⅲ

署名人: 李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@cjis.cn

参与人: 陈舒静

S0960111080513

010-63222915

chenshujing@cjis.cn

6-12个月目标价: 12.00元

当前股价: 8.03元

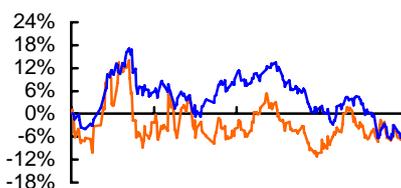
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2528.28
总股本(百万)	10995
流通股本(百万)	10974
流通市值(亿)	881
EPS (TTM)	0.68
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	-1.83	3.08	-2.48
上证综合指数	-5.64	-6.54	-13.23



2010/9 2010/12 2011/3 2011/6

— 万科A — 上证综合指数

相关报告

《万科A-销售业绩增幅超7成, 高增长无忧》2011-8-9

《万科A-淡季销售增速放缓, 稳健扩张蓄势待发》2011-8-5

《万科A-6月销售业绩增长30%以上, 龙头实力无人能撼》2011-7-5

万科A

000002

推荐

业绩稳步增长, 扩张优势尽显

11年8月, 公司实现销售面积96万平方米, 同比增长5%, 环比上升22.8%; 销售金额104.8亿元, 同比下降12.6%, 环比上升15.4%; 单月销售均价10917元/平米, 同比下降16.7%, 环比下降6%。新拓展项目5个。

投资要点:

- 8月销售情况回暖, 销售面积和金额环比上涨; 销售面积同比小幅增长, 以价换量, 均价同比环比有所下跌。8月实现销售面积96万平米, 销售金额104.8亿元, 同比增长4.9%和下降12.6%, 环比上升22.8%和15.4%。销售均价1.09万元, 同比降16.7%, 环比降6.0%。
- 1-8月累计销售面积和销售金额同比大幅增长, 远超行业水平。在行业调整中, 公司靓丽的销售业绩得益于公司合理的市场、价格定位和销售策略。1-8月累计实现销售面积739.6万平米, 同比增长51.7%; 累计实现销售金额852.1亿元, 同比增长49%。1-8月累计销售金额近去年全年销售金额的79%, 若保持目前的销售节奏, 全年仍有望实现1400亿元的销售业绩计划。1-8月销售均价11521元, 同比跌1.8%。
- 8月新增项目5个, 共获取权益建面82.7万平米, 平均楼面地价2715元, 略低于7月。本月新增项目分别位于北京、太原、合肥、西安, 其中在北京获取了两个项目, 且北京丰台郭公庄项目位置优越, 而楼面地价不足万元, 成本较为低廉。
- 1-8月新增项目38个, 权益建面787.6万平米, 楼面地价2510元, 比10年平均拿地成本低7%, 继续保持低成本的竞争优势。1-8月累计地价/累计销售额为0.23, 去年同期为0.53, 扩张步伐趋向稳健。公司快速销售、控制成本, 蓄势待发, 为下半年土地市场调整时大量购入优质价廉资源做好充分的准备。
- 在行业调整中, 公司市场份额、资源扩张能力不断提升, 龙头地位更加凸显。公司合理定位, 快速销售, 发展刚需普通住宅中小户型, 我们认为未来三四线城市限购对公司的影响有限, 公司实现持续高速增长无忧。积极参与保障房建设有望获得融资机会。一旦本轮行业调控效果显现, 政策适度放松, 公司的业绩将会有更好的表现。期待接下来楼价地价带来公司低价优质资源超预期增长的投资性机会。
- 维持对公司2011-2013年EPS0.89、1.21和1.53元。RNAV10.2元的判断, 股价对应PE分别为9/7/5倍。目前股价近8折交易。维持未来6个月内合理股价12元的判断, 当前股价依然被严重低估, 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	65928	85706	111418
同比(%)	4%	30%	30%	30%
归属母公司净利润(百万元)	7283	9797	13296	16809
同比(%)	37%	35%	36%	26%
毛利率(%)	40.7%	43.0%	42. %	0.0
ROE(%)	16.5%	18.6%	20.5%	21.1%
每股收益(元)	0.66	0.89	1.21	1.53
P/E	12.55	9.33	6.87	5.44
P/B	2.07	1.74	1.41	1.15
EV/EBITDA	8	7	5	4

资料来源: 中投证券研究所

图 1: 万科月度销售面积、销售金额与销售均价

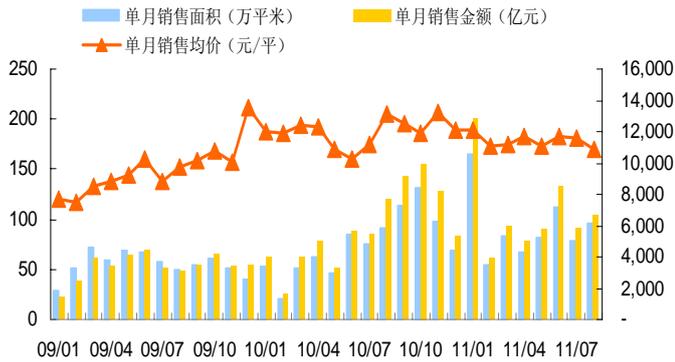


图 2: 万科月度销售均价与累计销售均价

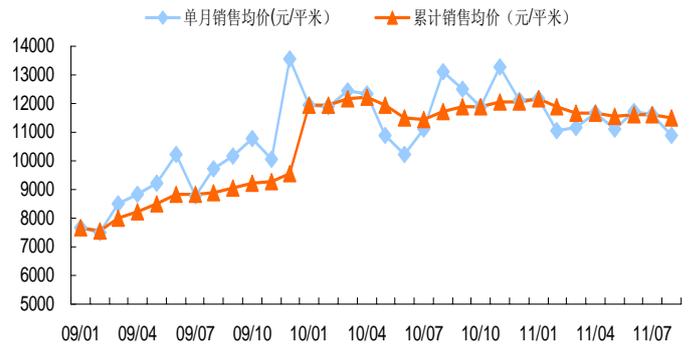


图 3: 万科各年月度销售均价

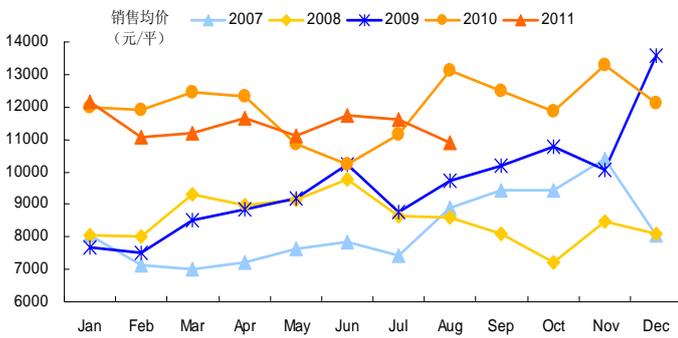


图 4: 万科各年累计销售均价

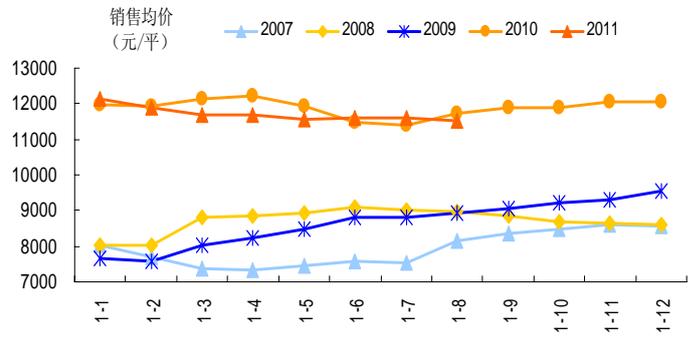


图 5: 万科各年月度销售面积

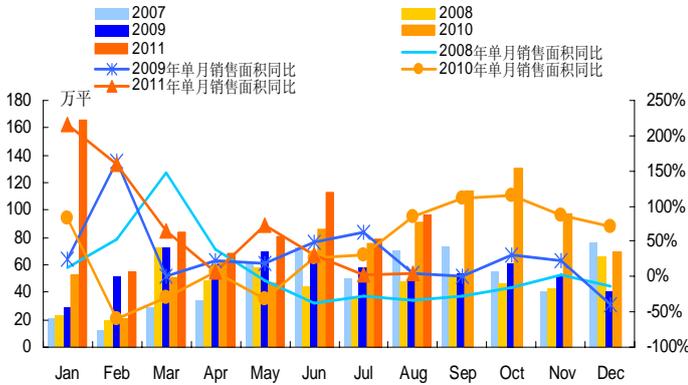


图 6: 万科各年月度销售金额

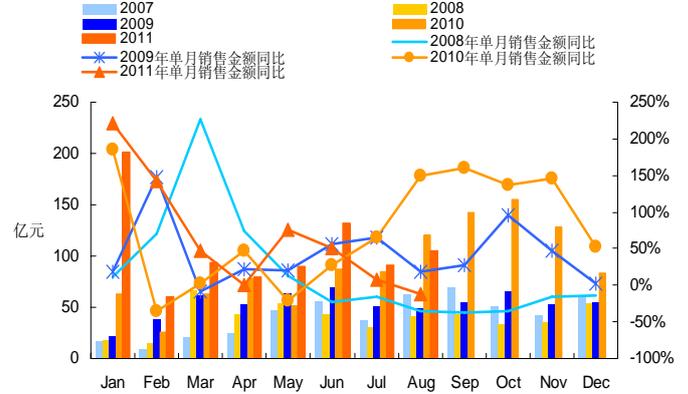


图 7: 万科各年累计销售面积

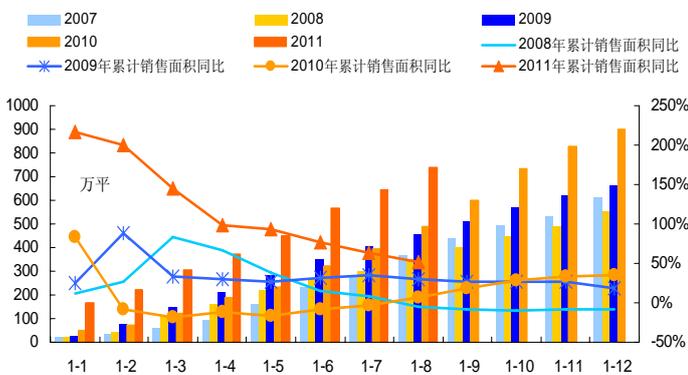
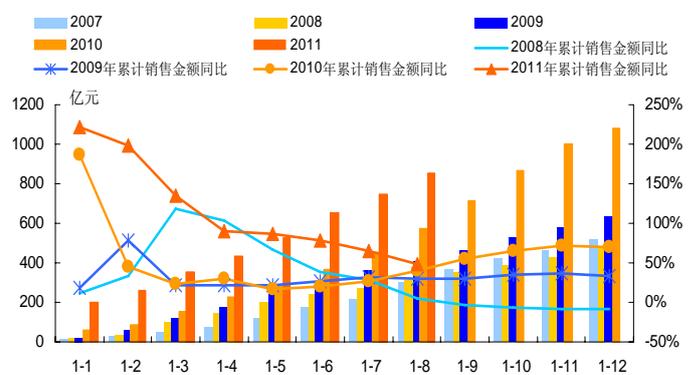


图 8: 万科累计销售金额各年同期比较



数据来源: 上市公司, 中投证券研究所

表 1: 公司 11 年 8 月新增项目情况 (单位: 万平, 亿元)

	项目	所处城市	公司权益	占地面积	计容积率建面	权益面积	公司需支付地价	楼面地价 (元/平)
	<b>1-7 月合计</b>			<b>499.0</b>	<b>1013.6</b>	<b>704.9</b>	<b>175.2</b>	<b>2,486</b>
1	北京丰台郭公庄二期项目	北京	100%	1.4	3.6	3.5	3.2	9,257
2	北京房山区长阳高佃项目	北京	50%	6.8	15.7	7.8	3.7	4,693
3	太原锅炉厂项目	太原	51%	19.8	69.4	35.3	6.4	1,805
4	合肥滨湖新区 BHC-11 项目	合肥	55%	10.7	37.5	20.6	5.0	2,403
5	西安大明宫项目	西安	70%	6.9	22.1	15.5	4.2	2,730
	<b>8 月合计</b>			<b>45.6</b>	<b>148.3</b>	<b>82.7</b>	<b>22.5</b>	<b>2,715</b>
	<b>1-8 月合计</b>			<b>544.6</b>	<b>1161.9</b>	<b>787.6</b>	<b>197.7</b>	<b>2,510</b>

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
<b>流动资产</b>	205521	271666	320744	379995
现金	37817	36515	23962	31121
应收账款	1594	1427	2525	2613
其它应收款	14938	15117	15117	15117
预付账款	17838	17838	17838	17838
存货	133333	200769	261301	313304
其他	0	0	1	2
<b>非流动资产</b>	10117	8931	8801	8671
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	2954	2934	2914
<b>资产总计</b>	215638	280597	329545	388666
<b>流动负债</b>	129651	203812	237183	277229
短期借款	1478	0	0	0
应付账款	16924	16924	16924	16924
其他	74405	145000	174000	208800
<b>非流动负债</b>	31401	11401	11401	11401
长期借款	24790	4790	4790	4790
其他	6610	6610	6610	6610
<b>负债合计</b>	161051	215212	248584	288630
少数股东权益	10354	12844	16225	20498
股本	10995	10995	10995	10995
资本公积	8789	8789	8789	8789
留存收益	24058	32756	44952	59754
归属母公司股东权益	44233	52540	64736	79538
<b>负债和股东权益</b>	215638	280597	329545	388666

现金流量表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	2237	19432	-12883	7550
净利润	8840	12288	16676	21082
折旧摊销	117	131	131	131
财务费用	504	-864	-151	-138
投资损失	-778	-1000	-1300	-1500
营运资金变动	-5981	8417	-28238	-12025
其它	-464	461	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-2192	979	1278	1478
资本支出	262	0	0	0
长期投资	-1901	0	0	0
其他	-3831	979	1278	1478
<b>筹资活动现金流</b>	13025	-21713	-948	-1870
短期借款	290	-1478	0	0
长期借款	7288	-20000	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	232	0	0	0
其他	5215	-235	-948	-1870
<b>现金净增加额</b>	13094	-1302	-12553	7159

利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	50714	65928	85706	111418
营业成本	30073	37579	49281	66851
营业税金及附加	5624	8241	10285	11142
营业费用	2079	2967	2571	3343
管理费用	1846	2400	2485	3231
财务费用	504	-864	-151	-138
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	1000	1300	1500
<b>营业利润</b>	11895	16606	22535	28490
营业外收入	72	0	0	0
营业外支出	26	0	0	0
<b>利润总额</b>	11941	16606	22535	28490
所得税	3101	4317	5859	7407
<b>净利润</b>	8840	12288	16676	21082
少数股东损益	1556	2491	3380	4273
<b>归属母公司净利润</b>	7283	9797	13296	16809
EBITDA	12516	15872	22515	28483
EPS (元)	0.66	0.89	1.21	1.53

主要财务比率				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>成长能力</b>				
营业收入	3.7%	30.0%	30.0%	30.0%
营业利润	37.0%	39.6%	35.7%	26.4%
归属于母公司净利润	36.7%	34.5%	35.7%	26.4%
<b>获利能力</b>				
毛利率	40.7%	43.0%	42.5%	40.0%
净利率	14.4%	14.9%	15.5%	15.1%
ROE	16.5%	18.6%	20.5%	21.1%
ROIC	21.6%	32.1%	29.0%	31.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	74.7%	76.7%	75.4%	74.3%
净负债比率				
流动比率	1.59	1.33	1.35	1.37
速动比率	0.56	0.35	0.25	0.24
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.29	0.27	0.28	0.31
应收账款周转率	43	43	43	43
应付账款周转率	1.81	2.22	2.91	3.95
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.66	0.89	1.21	1.53
每股经营现金流(最新摊薄)	0.20	1.77	-1.17	0.69
每股净资产(最新摊薄)	4.02	4.78	5.89	7.23
<b>估值比率</b>				
P/E	12.55	9.33	6.87	5.44
P/B	2.07	1.74	1.41	1.15
EV/EBITDA	8	7	5	4

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, 15 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、北京城建、滨江集团、首开股份、亿城股份、世茂股份、苏宁环球、金融街、中国国贸、泛海建设、中华企业、冠城大通、广宇发展等。

陈舒静: 中投证券房地产行业分析师, 毕业于中国人民大学商学院财务与金融系, 管理学硕士。

## 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

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

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

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