

房地产开发Ⅲ

李少明 首席分析师

010-66276931

lishaoming@cjis.cn

万科 A

000002

推荐

2月销售较09年1月(春节)降26.2%

公司公布10年2月的销售数据。公司2月实现销售面积21.1万平方米,销售金额25.1亿元,同比下降59.1%和35.4%,环比下降59.7%和59.9%;单月销售均价11896元/平米,同比上涨58.1%,环比下跌0.62%。

6-12个月目标价: 13.00元

当前股价: 9.36元

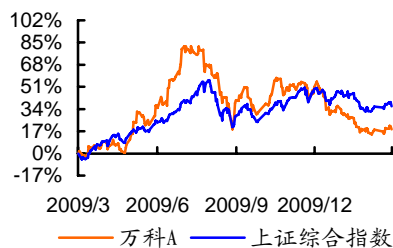
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	3023.37
总股本(百万)	10995
流通股本(百万)	10971
流通市值(亿)	1027
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	4.13
资产负债率	67.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
万科 A	1.74	-21.80	-16.20
上证综合指数	0.94	-8.85	5.65



投资要点:

- **2月销售面积较去年春节(1月)下降26.2%。**公司2月实现销售面积21.1万平方米,销售金额25.1亿元,同比大幅下降59.1%和35.4%,环比下降59.7%和59.9%。累计销售面积同比下降8.4%,累计销售金额同比上升44.3%。本月逢农历春节,与09年春节(1月)相比,成交面积下降26.2%,但受均价上涨因素影响,成交金额同上涨14.6%。
- **2月销售均价环比小幅回落,我们预计10年万科全年的销售均价仍将维持在1万元以上,销售毛利率远高于09年的结算毛利率。**本月销售均价11896元/平米,环比微降0.62%,同比上涨58.1%。继09年12月单月销售均价环比大幅上涨35%(达到13580元/平米),创单月新高后,近两年销售均价持续环比下降,降幅达12.4%。由于万科大部分项目均在一线城市结合部、二三线城市的中心区,10年项目销售均价超过1万元不成问题,销售毛利将远高于09年的水平。
- **趁低吸纳土地,2月拿地创记录。**本月新增项目11个,新增权益建面268.7万平方米,地价款82.1亿元,单月新增权益建面和支付地价均创记录。新增项目中,长三角地区4个,其中上海新增3个项目,新增权益建面34.2万平方米,无锡新增项目1个,新增权益建面38.5万平方米。新增权益建面较大的城市还有福州、武汉和昆明,分别新增项目1个,分别新增权益建面44.6万平方米、44.5万平方米和26.8万平方米。公司在上述城市获取的土地资源成本相对廉价。受在上海新增项目占比多的带动,本月平均楼面地价为3056元/平米,较上月上涨4.6%,属正常水平。
- **受2月春节因素以及去年公司在1季度大力促销影响,今年2月销售面积下滑明显,但新盘销售进度仍处正常水平。**近期各商业银行均调高首套和二套房首付比,降低贷款利率折让优惠,对公司上半年的销售将会有一定的压力。
- **2010-2011年EPS0.66、0.79和0.99元,净利润复合增长率为27%,维持推荐评级。**

风险提示: 注意经济增长、居民收入、企业盈利低于预期、政策调控超预期等的风险。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	48881	51325	61590	76988
同比(%)	19%	5%	20%	25%
归属母公司净利润(百万元)	5330	7247	8647	10905
同比(%)	32%	36%	19%	26%
毛利率(%)	29.4%	34.0%	35.0%	35.0%
ROE(%)	14.3%	16.6%	16.9%	17.9%
每股收益(元)	0.48	0.66	0.79	0.99
P/E	19.31	14.20	11.90	9.44
P/B	2.75	2.36	2.01	1.69
EV/EBITDA	12	11	9	7

资料来源: 中投证券研究所

相关报告

《万科A-以提高股东回报为目标,2010年毛利进一步提升 --09年年报业绩推介会会》  
《万科A-盈利略低预期,10年业绩锁定大半》2010-3-2

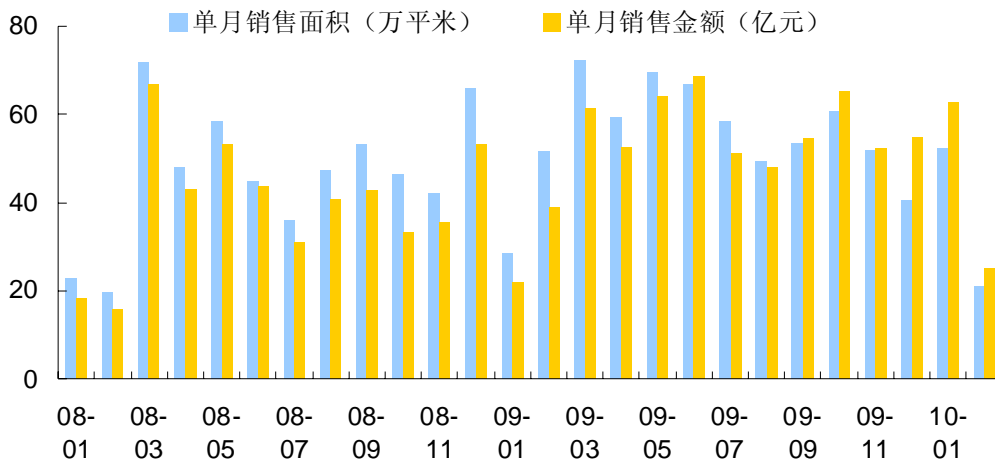
《万科A-1月销售额环比增长13.8%强于市场》2010-2-7

表 1: 公司 10 年 2 月新增项目 (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>Jan-10</b>			<b>82.9</b>	<b>185.1</b>	<b>147.2</b>	<b>43</b>	<b>2922</b>
1	沈阳海漫项目	100%	7.5	22.4	22.5	2.90	1,289
2	上海浦东机场 C4 项目	100%	9.9	14.9	14.9	8.90	5,993
3	上海赵重公路东侧地块	100%	11.7	14.5	14.6	8.00	5,470
4	上海广富林 2-4 地块	45%	13.1	10.5	4.7	7.70	16,327
5	昆明北京路延长线项目	100%	10.5	26.7	26.8	3.20	1,195
6	无锡太湖新城信成道东侧地块	100%	15.4	38.5	38.5	19.00	4,935
7	西安曲江会展项目一期	55%	15.3	38.6	21.3	4.70	2,208
8	福州上海新村旧改项目	100%	9.3	44.8	44.6	16.60	3,719
9	福州赤壁项目	51%	39.2	39.2	20.0	1.70	850
10	武汉长江村项目	100%	13.6	47.0	44.5	6.40	1,439
11	长沙机床厂项目	70%	10.0	23.3	16.3	3.00	1,839
<b>2 月合计</b>			<b>155.5</b>	<b>320.4</b>	<b>268.7</b>	<b>82.1</b>	<b>3056</b>
<b>1-2 月合计</b>			<b>238.4</b>	<b>505.3</b>	<b>415.8</b>	<b>125.1</b>	<b>3008</b>

数据来源: 上市公司, 中投证券研究所

图 1: 单月销售面积与销售金额



数据来源: 上市公司, 中投证券研究所

图 2: 单月销售面积和销售均价

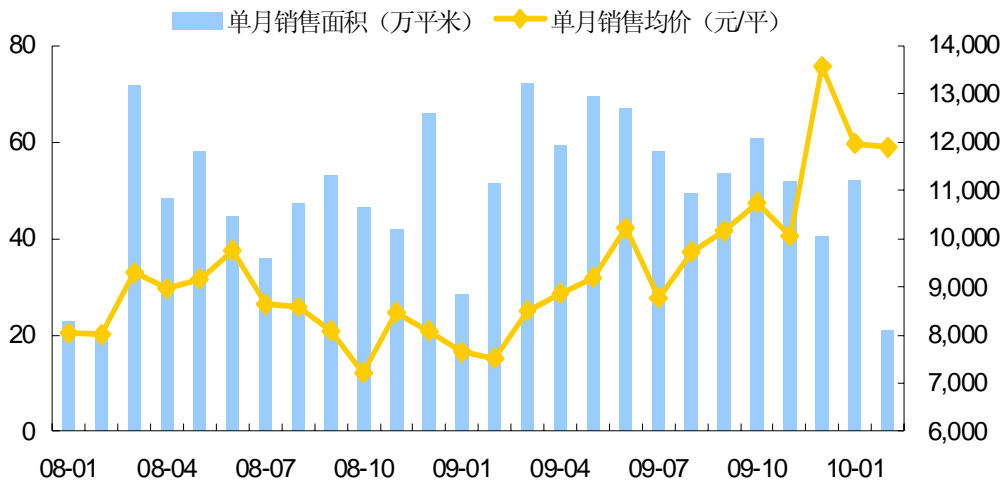


图 3: 单月销售面积各年同期比较

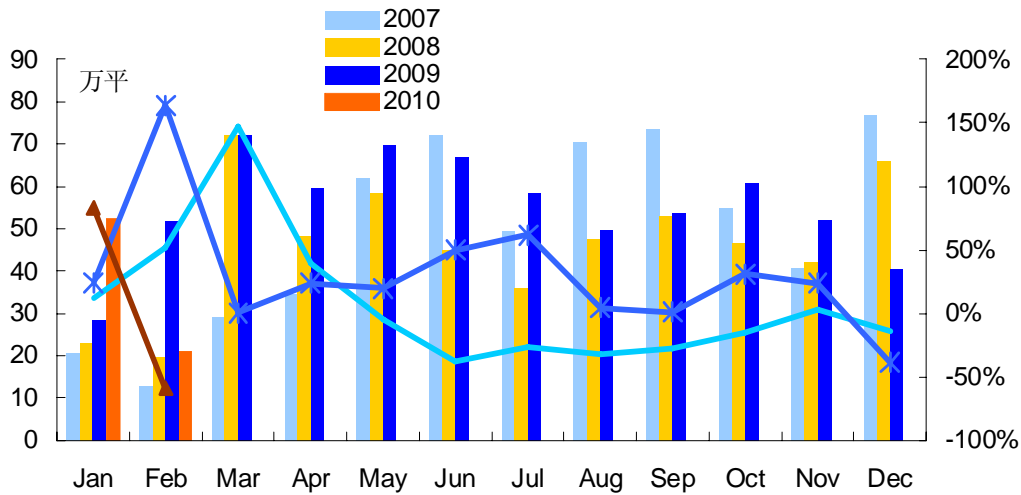
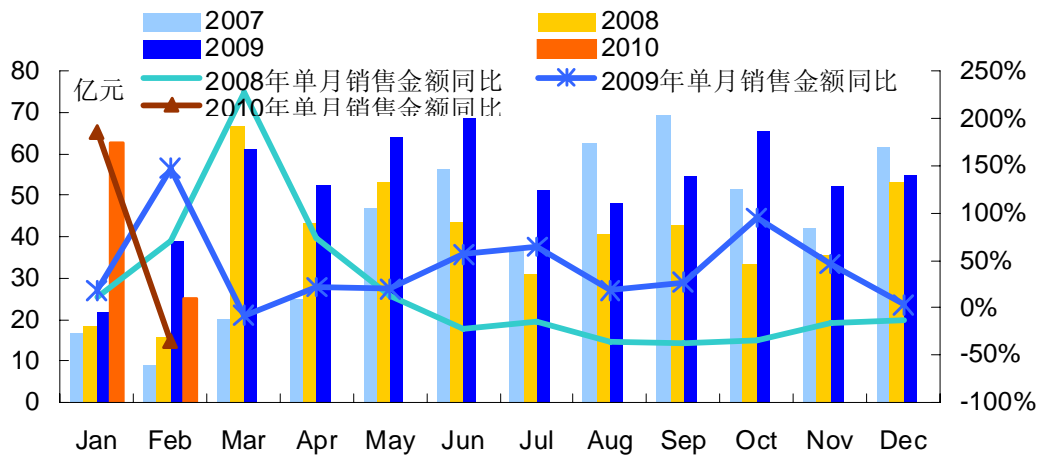


图 4: 单月销售金额各年同期比较



数据来源: 上市公司, 中投证券研究所

图 5: 单月销售均价各年同期比较

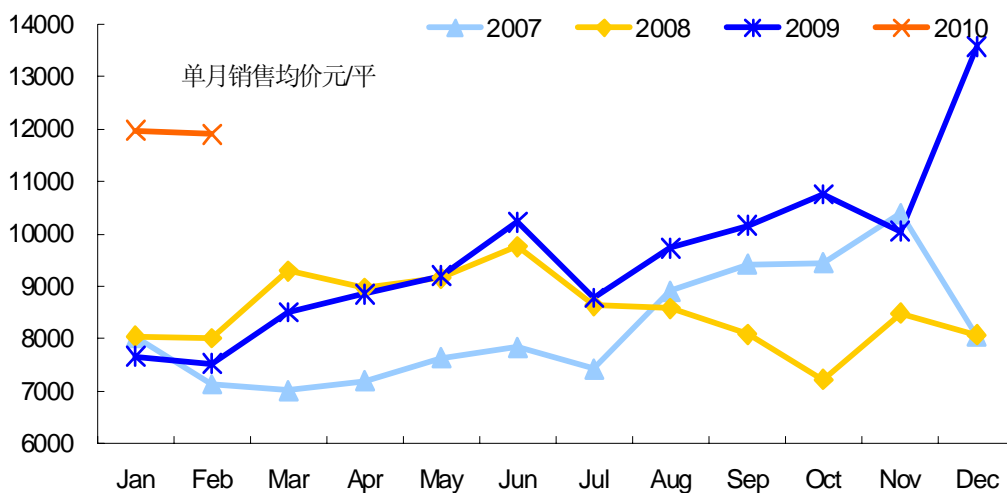


图 6: 累计销售面积各年同期比较

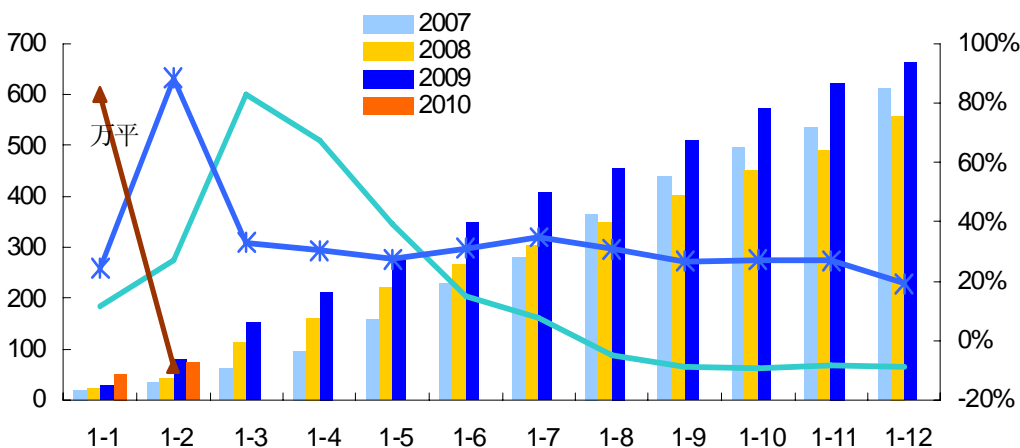
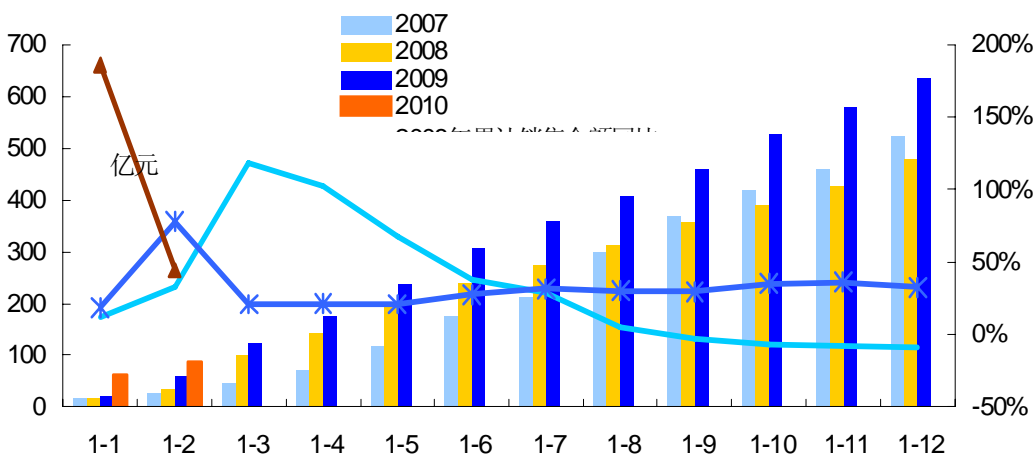


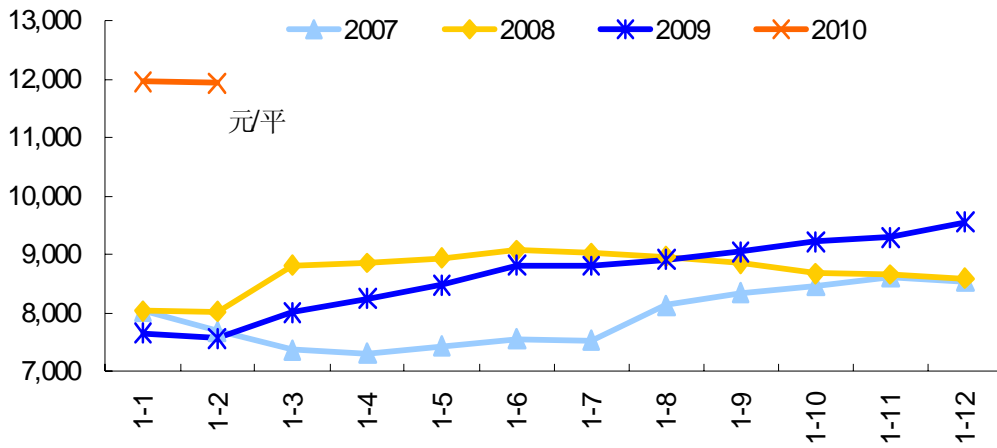
图 7: 累计销售金额各年同期比较



数据来源: 上市公司, 中投证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 8: 销售均价各年同期比较



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					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	130323	134790	153840	180614	<b>营业收入</b>	48881	51325	61590	76988
现金	23002	28092	27576	22783	营业成本	34515	33875	40034	50042
应收账款	713	762	914	1143	营业税金及附加	3603	4106	4927	6159
其它应收款	7786	8334	10001	12502	营业费用	1514	1642	1971	2464
预付账款	8736	8574	10133	12667	管理费用	1442	1514	1817	2271
存货	90085	89027	105214	131518	财务费用	574	-1533	-1144	-1584
其他	1	0	1	2	资产减值损失	-524	0	0	0
<b>非流动资产</b>	7285	7142	6998	6855	公允价值变动收益	2	0	0	0
长期投资	3565	3565	3565	3565	投资净收益	924	0	0	0
固定资产	1356	1216	1076	936	<b>营业利润</b>	8685	11721	13985	17636
无形资产	82	82	82	82	营业外收入	71	0	0	0
其他	2282	2279	2275	2272	营业外支出	138	0	0	0
<b>资产总计</b>	137609	141932	160838	187469	<b>利润总额</b>	8617	11721	13985	17636
<b>流动负债</b>	68058	64684	74257	88980	所得税	2187	2977	3552	4480
短期借款	1188	0	0	0	<b>净利润</b>	6430	8744	10433	13156
应付账款	16300	15998	18906	23633	少数股东损益	1100	1497	1786	2252
其他	31735	33322	39986	49982	<b>归属母公司净利润</b>	5330	7247	8647	10905
<b>非流动负债</b>	24142	24142	24142	24142	EBITDA	9364	10338	12991	16201
长期借款	17503	17503	17503	17503	EPS (元)	0.48	0.66	0.79	0.99
其他	6639	6639	6639	6639					
<b>负债合计</b>	92200	88826	98399	113122					
少数股东权益	8033	9529	11315	13567	<b>主要财务比率</b>				
股本	10995	10995	10995	10995	<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
资本公积	8558	8558	8558	8558	<b>成长能力</b>				
留存收益	17546	24024	31572	41228	营业收入	19.2%	5.0%	20.0%	25.0%
归属母公司股东权益	37376	43577	51125	60781	营业利润	36.5%	35.0%	19.3%	26.1%
<b>负债和股东权益</b>	137609	141932	160838	187469	归属于母公司净利润	32.1%	36.0%	19.3%	26.1%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率	29.4%	34.0%	35.0%	35.0%
					净利率	10.9%	14.1%	14.0%	14.2%
					ROE	14.3%	16.6%	16.9%	17.9%
					ROIC	18.5%	21.2%	22.2%	21.5%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	67.0%	62.6%	61.2%	60.3%
					净负债比率				
					流动比率	1.91	2.08	2.07	2.03
					速动比率	0.58	0.71	0.65	0.55
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.38	0.37	0.41	0.44
					应收账款周转率	59	69	73	75
					应付账款周转率	2.36	2.10	2.29	2.35
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.48	0.66	0.79	0.99
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.84	0.82	-0.05	-0.47
					每股净资产(最新摊薄)	3.40	3.96	4.65	5.53
					<b>估值比率</b>				
					P/E	19.31	14.20	11.90	9.44
					P/B	2.75	2.36	2.01	1.69
					EV/EBITDA	12	11	9	7

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

请务必阅读正文之后的免责条款部分

## 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

## 分析师简介

李少明: 中投证券房地产行业首席分析师, 工商管理硕士, 13 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、泛海建设、苏宁环球、滨江集团、广宇发展、中华企业、冠城大通、大龙地产、上实发展、沙河地产、胜利股份、金融街、世茂股份、华发股份、首开股份、香江控股。

## 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。未经中投证券事先书面同意, 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

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层  
邮编: 100031  
传真: (010) 66276939

### 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