

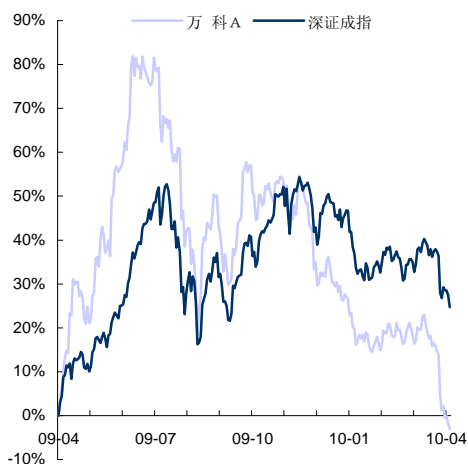
6-12个月目标价	8元
当前股价	7.7元
投资评级	持有

研究员: 张绍坤 执业号: S0640208090087
电话: 0755-83689044
Email: Zskscstock@yahoo.com.cn
报告日期: 2010/4/28

基础数据

上证指数	2907.93
总股本(亿股)	10995.21
流通A股(亿股)	9656.09
流通B股(亿股)	1314.96
流通A股市值(亿元)	74351.93
总市值(亿元)	84663.12
每股净资产(元)	3.55
ROE(TTM)	14.59
资产负债率	68.06
动态市盈率	14.89
动态市净率	2.17

近一年股价走势与大盘比较



相关报告

《万科2010年年报点评-大象转身，盼更上层楼》

投资要点:

- 公司公布2010年一季度季报，一季度公司实现合同销售面积124.2万平方米，同比下降18.5%，实现合同销售额150.9亿元，同比增长23.5%；公司一季度营业收入75亿元，净利润11亿元，每股收益0.1元，同比增长40%；资产负债率为68%；公司预收账款为367亿元。
- 短期受政策影响，销量下滑。受调控政策影响，公司一季度合同销售面积同比下降18.5%，2011年业绩将受影响出现下滑。
- 财务稳健，长期受益行业调整。公司现金充裕，财务较为稳健，经营效率较高，行业如果出现调整，土地购置成本下降，集中度提高，长期来看，公司将从中受益。
- 公司股价仍有下跌空间，建议投资者积极关注。我们预计公司2010-2012年每股收益分别为0.51元、0.47元和0.63元，对应动态市盈率分别为15倍、17倍和12倍，公司估值处于较低水平。公司近5年平均ROE为15%，以目前股价买入预期每年回报率为7%，略低于社会平均资本收益率，公司股价仍有下跌空间，建议投资者积极关注。按照2011年17倍动态市盈率计算，公司合理价位为8元，给予持有评级。
- 风险提示，受国家调控政策影响，房地产成交量急剧萎缩。

重要财务指标

单位:百万元

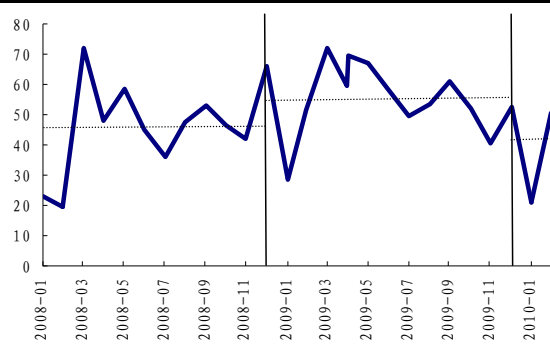
主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	48881	48880	41280	54000
收入同比(%)	19%	0%	-16%	31%
归属母公司净利润	5330	5614	5135	6952
净利润同比(%)	32%	5%	-9%	35%
毛利率(%)	29.4%	32.0%	32.0%	33.4%
ROE(%)	14.3%	13.4%	11.1%	13.3%
每股收益(元)	0.48	0.51	0.47	0.63
P/E	15.91	15.10	16.51	12.19
P/B	2.27	2.02	1.84	1.62

数据来源: 江南金融研究所

一、短期受政策影响，销量下滑

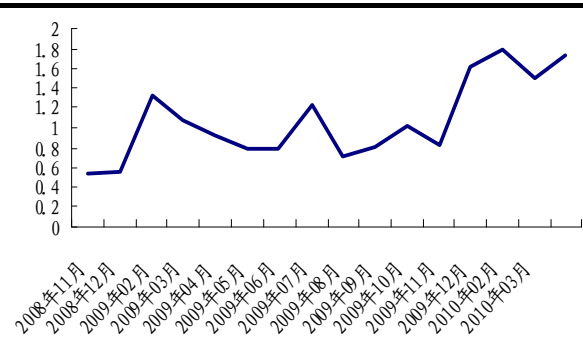
为遏制部分城市房价过快上涨，国家出台了系列调控政策，受调控政策影响，万科一季度商品房合同销售量同比下降 18.5%。未来地方政策将陆续出台，市场需求将进一步受到打压。从 2009 年 11 月开始，全国商品房新开工面积大幅上升，一季度新开工面积 3.23 亿平方米，同比上升 60.8%，2010 年全年商品房供需关系将会出现一个拐点，短期内销量下降风险加大，如果今年合同销售面积大部分在 2011 年结算，公司 2011 年业绩将受影响出现下滑。

图表 1 万科各月合同销售面积（万平方米）



数据来源：公司公告，江南金融研究所

图表 2 全国各月新开工面积（亿平方米）



数据来源：wind

二、财务稳健，长期受益行业调整

公司目前财务状况较为稳健，一季度末，公司持有现金 179.2 亿，高于短期借款和一年内到期长期借款的总和 127.4 亿元，公司资产负债率为 68%，流动比率为 1.81，速动比率为 0.48，短期公司偿债能力较强。长期来看，如果行业出现调整，土地购置成本下降，行业集中度将提高，公司财务稳健，三项费用率处于行业领先水平，运营效率较高，将从行业调整中充分受益。

图表 3 财务状况比较稳健

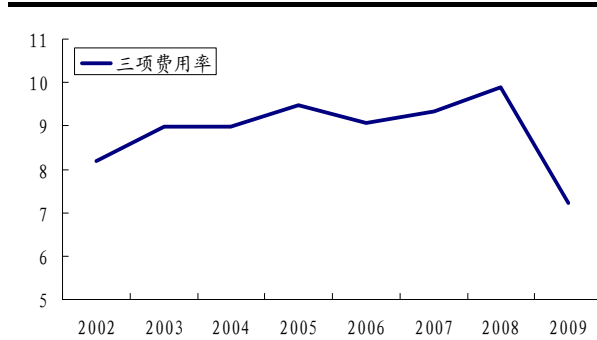
项目	万科
流动比率	1.81
速动比率	0.48
资产负债率	68%

数据来源：wind

三、预计 2011 年业绩同比下滑 15.8%

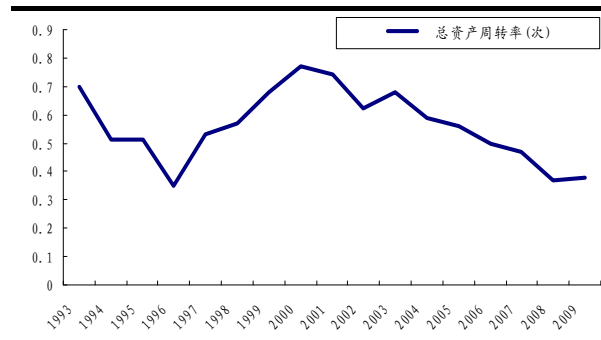
根据年报信息，我们预计公司预计公司 2010 年实现销售收入约 490 亿元，净利润约 56 亿元，每股收益 0.51 元/股，同比增长 6%。如果 2010 年行业调整，公司合同销售面积下滑，2011 年公司总资产周转率下降到历史最低值 0.3 次，预计公司 2011 年销售收入将达到 412.8 亿元，同比下降 15.8%，预计公司 2011 年每股收益为 0.47 元。

图表 4 公司三项费用率处于行业领先水平



数据来源: wind

图表 5 公司总资产周转率在 0.3-0.7 之间

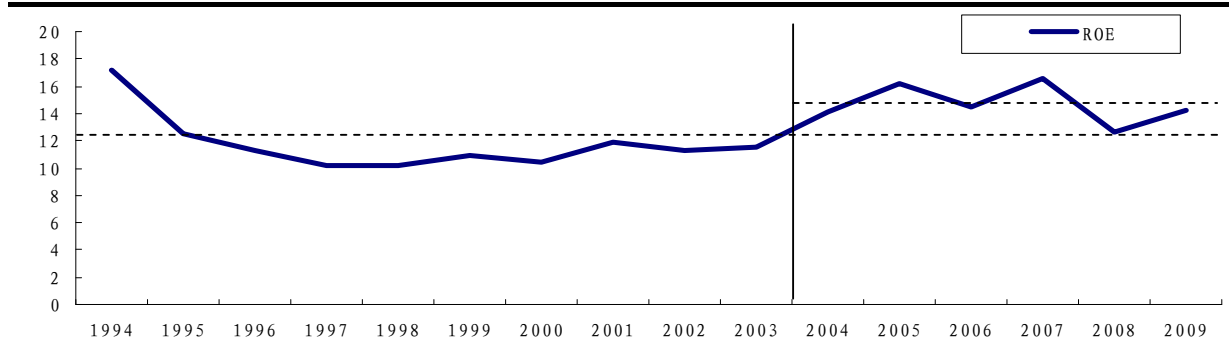


数据来源: wind

四、股价仍有下跌空间，建议长期关注

我们预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.51 元、0.47 元和 0.63 元，对应动态市盈率分别为 15 倍、17 倍和 12 倍，从市盈率角度看，公司目前估值处于较低水平。公司历史 ROE 在 10%-17% 之间，平均 ROE 水平为 12.8%，近 5 年平均 ROE 水平为 14.8%，由于中期房地产行业发展趋势未发生改变，我们认为，未来 5 年公司仍有望获得 15% 左右的平均净资产收益率，目前价格买入公司，未来 5 年预期每年平均回报率为 6.82%，略低于社会平均净资产收益率 8%，股价仍有下跌空间，建议投资者积极关注。

图表 6 公司历年 ROE 水平



资料来源: wind 江南金融研究所

图表 7 盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	130323	122093	115502	139551	营业收入	48881	48880	41280	54000
现金	23002	14804	20834	17115	营业成本	34515	33261	28089	35972
应收账款	713	920	744	957	营业税金及附加	3603	2982	2518	3780
其他应收款	7786	4889	4344	5940	营业费用	1514	1955	1445	1836
预付账款	8736	7637	6603	8413	管理费用	1442	1955	1445	1890
存货	90085	93844	82976	107126	财务费用	574	-63	-238	-415
其他流动资产	1	0	0	0	资产减值损失	-524	10	0	0
非流动资产	7285	6267	6306	6017	公允价值变动收益	2	0	0	0
长期投资	3565	2738	2897	2825	投资净收益	924	150	200	150
固定资产	1356	1497	1467	1351	营业利润	8685	8930	8221	11087
无形资产	82	82	82	82	营业外收入	71	66	68	67
其他非流动资产	2282	1949	1860	1758	营业外支出	138	126	130	128
资产总计	137609	128360	121808	145568	利润总额	8617	8871	8159	11026
流动负债	68058	59110	51333	65535	所得税	2187	2218	2040	2756
短期借款	1188	3659	2343	5055	净利润	6430	6653	6120	8269
应付账款	16300	16824	14342	18297	少数股东损益	1100	1039	984	1317
其他流动负债	50570	38627	34649	42183	归属母公司净利润	5330	5614	5135	6952
非流动负债	24142	18235	14342	16469	EBITDA	9364	9030	8169	10870
长期借款	17503	17703	13703	15703	EPS (元)	0.48	0.51	0.47	0.63
其他非流动负债	6639	532	639	766					
负债合计	92200	77345	65675	82004	主要财务比率				
少数股东权益	8033	9071	10056	11373	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	10995	10995	10995	10995	成长能力				
资本公积	8558	8558	8558	8558	营业收入	19.2%	0.0%	-15.5%	30.8%
留存收益	17546	22391	26524	32638	营业利润	36.5%	2.8%	-7.9%	34.9%
归属母公司股东权益	37376	41944	46077	52191	归属于母公司净利润	32.1%	5.3%	-8.5%	35.4%
负债和股东权益	137609	128360	121808	145568	获利能力				
					毛利率(%)	29.4%	32.0%	32.0%	33.4%
					净利率(%)	10.9%	11.5%	12.4%	12.9%
					ROE(%)	14.3%	13.4%	11.1%	13.3%
					ROIC(%)	13.8%	11.9%	12.2%	12.4%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	67.0%	60.3%	53.9%	56.3%
					净负债比率(%)	28.34%	30.20%	26.72%	26.29%
					流动比率	1.91	2.07	2.25	2.13
					速动比率	0.58	0.47	0.62	0.48
					营运能力				
					总资产周转率	0.38	0.37	0.33	0.40
					应收账款周转率	59	59	49	62
					应付账款周转率	2.36	2.01	1.80	2.20
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.48	0.51	0.47	0.63
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.84	0.01	1.14	-0.68
					每股净资产(最新摊薄)	3.40	3.81	4.19	4.75
					估值比率				
					P/E	15.91	15.10	16.51	12.19
					P/B	2.27	2.02	1.84	1.62
					EV/EBITDA	10	11	12	9

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	9253	131	12587	-7530
净利润	6430	6653	6120	8269
折旧摊销	105	162	186	198
财务费用	574	-63	-238	-415
投资损失	-924	-150	-200	-150
营运资金变动	2868	-5985	6732	-15835
其他经营现金流	201	-487	-12	403
投资活动现金流	-4191	965	13	214
资本支出	806	0	0	0
长期投资	-1367	-821	180	-72
其他投资现金流	-4752	144	192	142
筹资活动现金流	-3029	-9293	-6570	3597
短期借款	-3414	2471	-1316	2712
长期借款	8329	200	-4000	2000
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	705	0	0	0
其他筹资现金流	-8648	-11964	-1253	-1116
现金净增加额	2024	-8198	6030	-3719

资料来源: 江南金融研究所

分析师简介

张绍坤, SAC 执业证书号: S0640208090087

南开大学经济系硕士, 2007 年 8 月加入江南证券金融研究所, 从事零售、地产行业的研究。

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, 本报告清晰、准确地反映了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。

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。
- 持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。
- 卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
- 中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
- 减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考

免责声明:

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使江南证券有限责任公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使江南证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于江南证券。未经江南证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用, 并非作为或被视作出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。江南证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而江南证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被江南证券认为可靠, 但江南证券并不能担保其准确性或完整性, 而江南证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。江南证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表江南证券及关联公司的立场。

江南证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易, 向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。江南证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测是江南证券于最初发报此报告日期当日的判断, 可随时更改。于本报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

本报告为派发给江南证券的专业及投资机构客户。如接收人非江南证券的市场专业及机构投资客户, 应在基于本报告做出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

江南证券版权所有, 保留一切权利。