

房地产开发Ⅲ

署名人: 李少明

S0960200010015

010-63222931

lishaoming@cjis.cn

万科 A

000002

推荐

7月销售金额同比增65%，1-7月的资源成本仅为销价的19%

公司10年7月销售：实现销售面积75.8万平方米，同比增30%，环比降11.6%；销售金额84.4亿元，同比增64.8%，环比降3.8%；单月销售均价11135元/平米，同比涨26.8%，环比涨8.8%。7月新增项目：4个。

投资要点：

- 7月公司销售再创佳绩，一线城市新盘低价入市受追捧。7月实现销售面积75.8万平方米，同比增长30%，环比下降11.6%，实现销售金额84.4亿元，同比增长64.8%，环比下降3.8%，7月销售均价11135元/平米，同比增长26.8%，环比上涨8.8%，北京等一线城市新盘热销使成交金额较成交面积增幅大，均价环比上涨。
- 1-7月公司累计销售面积396万平方米，同比降2.8%；累计销售金额452.1亿元，同比增26%，是09年全年销售金额的72%。今年来销售均价11417元/平米，同比增29.5%，毛利远高于09年的结算毛利，09年的结算均价为7983元/平米。公司的“不囤地、不捂盘”、新盘低价入市的策略使公司在逆市中取得良好的销售业绩。
- 7月，公司新增项目4个，权益建面131万平米。本月公司新增项目4个分布于武汉、深圳、大连和廊坊，新增权益建面131.3万平米，地价款38.2亿元，楼面地价2908元/平米。其中深圳布吉湾项目权益建面30万平米，楼面地价4330元/平米。
- 1-7月，公司新增项目40个，权益建面1135万平米，楼面地价2147元/平米。公司再次借助行业调整之机获得一二线城市更多的廉价土地。今年来所获得的土地楼面地价仅为2147元/平米，仅占今年销售均价的19%，公司未来高毛利锁定。可见公司通过快速周转获取更多的廉价资源的策略是无可置疑的。预计随着下半年房价的下跌地价将更加低廉，届时公司将有更多的机会获得更多优质低价资源。
- 维持对公司10-12年EPS0.66、0.79和0.99元的预期，维持“推荐”评级。

风险提示：

注意信贷收缩、企业融资受限、房价下跌、政策调控持续时间超预期等带来的风险。

6-12个月目标价：10.00元

当前股价：7.99元

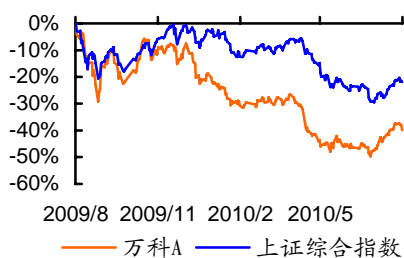
评级调整：维持

基本资料

上证综合指数	2620.76
总股本(百万)	10995
流通股本(百万)	10971
流通市值(亿)	877
EPS (TTM)	0.52
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	14.47	7.77	-12.26
上证综合指数	10.86	-8.27	-10.84



相关报告

- 《万科 A-调整中销售再创新高再次彰显龙头实力》2010-7-11
- 《万科 A-5 个月销售 280 亿元，为获取更廉价的资源奠定了基础》2010-6-8
- 《万科 A-4 月销售金额同比增 48%，环比增 23.6%》2010-5-6

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	16.48	12.12	10.16	8.06
P/B	2.35	2.02	1.72	1.45
EV/EBITDA	11	10	8	6

资料来源：中投证券研究所

图 1: 万科单月销售面积与销售金额

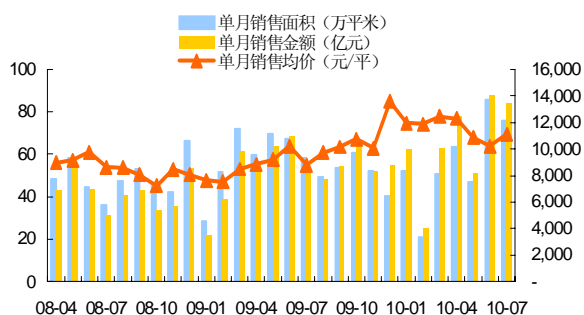


图 2: 万科单月销售均价与累计销售均价

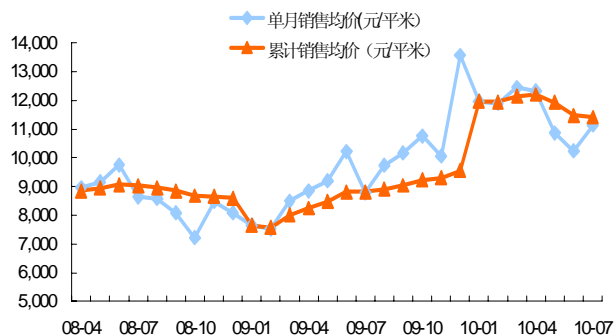


图 3: 万科单月销售均价各年同期比较

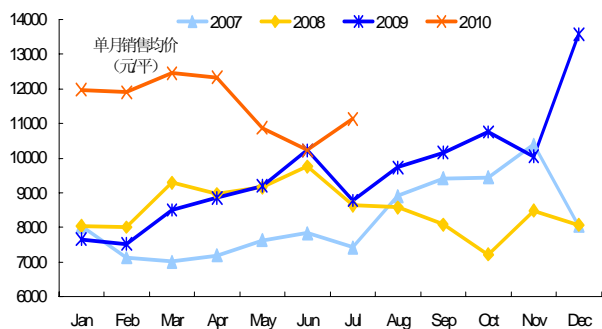


图 4: 万科累计销售均价各年同期比较

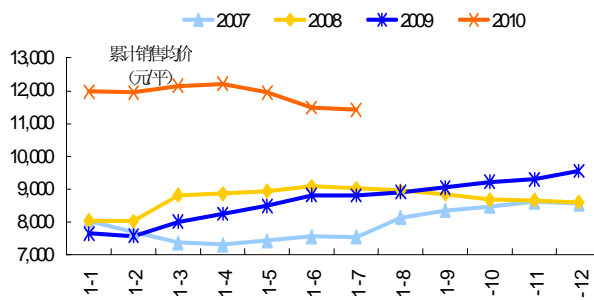


图 5: 万科单月销售面积各年同期比较

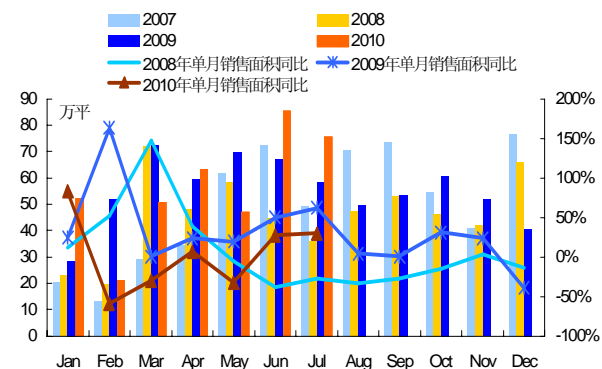


图 6: 万科单月销售金额各年同期比较

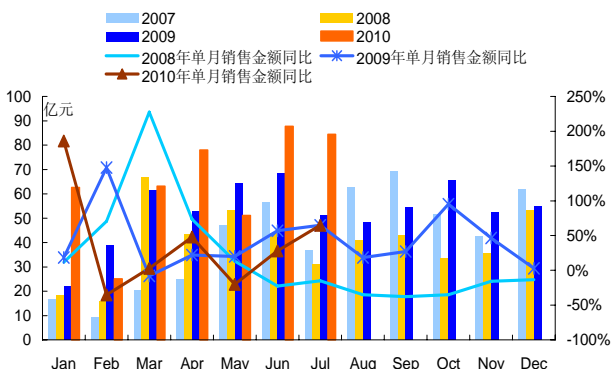


图 7: 万科累计销售面积各年同期比较

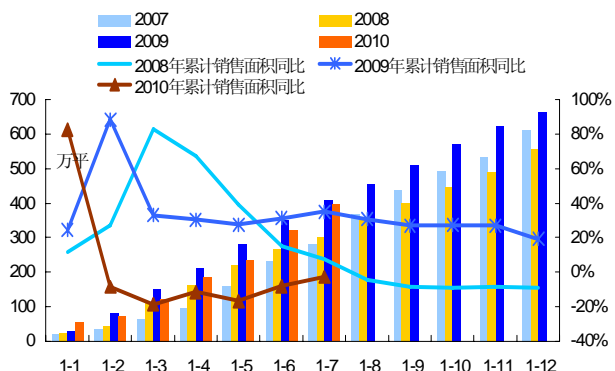
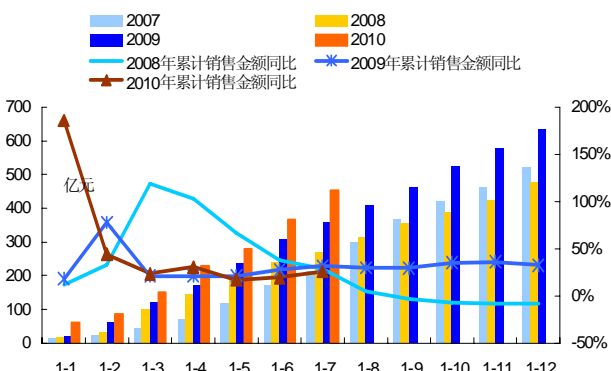


图 8: 万科累计销售金额各年同期比较



数据来源: 上市公司, 中投证券研究所

表 1: 公司 10 年 7 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)
1-6 月合计			564.1	1220.4	1003.7	205.5	2047
1 大连魅力 D/E 地块	大连	100%	6.8	13.0	12.9	3.30	2,554
2 廊坊香河项目	廊坊	50%	26.5	66.2	33.1	1.60	483
3 深圳布吉湾项目	深圳	65%	10.5	48.1	30.7	13.30	4,330
4 武汉皖子湖村旧改项目	武汉	100%	10.3	54.3	54.6	20.00	3,664
7 月合计			54.1	181.6	131.3	38.2	2,908
1-7 月合计			618.2	1402.0	1135.1	243.7	2,147

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	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	130323	134790	153840	180614
现金	23002	28092	27576	22783
应收账款	713	762	914	1143
其它应收款	7786	8334	10001	12502
预付账款	8736	8574	10133	12667
存货	90085	89027	105214	131518
其他	1	0	1	2
非流动资产	7285	7142	6998	6855
长期投资	3565	3565	3565	3565
固定资产	1356	1216	1076	936
无形资产	82	82	82	82
其他	2282	2279	2275	2272
资产总计	137609	141932	160838	187469
流动负债	68058	64684	74257	88980
短期借款	1188	0	0	0
应付账款	16300	15998	18906	23633
其他	31735	33322	39986	49982
非流动负债	24142	24142	24142	24142
长期借款	17503	17503	17503	17503
其他	6639	6639	6639	6639
负债合计	92200	88826	98399	113122
少数股东权益	8033	9529	11315	13567
股本	10995	10995	10995	10995
资本公积	8558	8558	8558	8558
留存收益	17546	24024	31572	41228
归属母公司股东权益	37376	43577	51125	60781
负债和股东权益	137609	141932	160838	187469

现金流量表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	9253	8964	-550	-5118
净利润	6430	8744	10433	13156
折旧摊销	105	150	150	150
财务费用	574	-1533	-1144	-1584
投资损失	-924	0	0	0
营运资金变动	2868	2669	-9989	-16839
其它	201	-1066	0	0
投资活动现金流	-4191	-9	-10	-10
资本支出	806	0	0	0
长期投资	-1367	0	0	0
其他	-4752	-9	-10	-10
筹资活动现金流	-3029	-3865	44	335
短期借款	-3414	-1188	0	0
长期借款	8329	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	705	0	0	0
其他	-8648	-2677	44	335
现金净增加额	2024	5090	-516	-4793

利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	48881	51325	61590	76988
营业成本	34515	33875	40034	50042
营业税金及附加	3603	4106	4927	6159
营业费用	1514	1642	1971	2464
管理费用	1442	1514	1817	2271
财务费用	574	-1533	-1144	-1584
资产减值损失	-524	0	0	0
公允价值变动收益	2	0	0	0
投资净收益	924	0	0	0
营业利润	8685	11721	13985	17636
营业外收入	71	0	0	0
营业外支出	138	0	0	0
利润总额	8617	11721	13985	17636
所得税	2187	2977	3552	4480
净利润	6430	8744	10433	13156
少数股东损益	1100	1497	1786	2252
归属母公司净利润	5330	7247	8647	10905
EBITDA	9364	10338	12991	16201
EPS (元)	0.48	0.66	0.79	0.99

主要财务比率				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	19.2%	5.0%	20.0%	25.0%
营业利润	36.5%	35.0%	19.3%	26.1%
归属于母公司净利润	32.1%	36.0%	19.3%	26.1%
获利能力				
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%
偿债能力				
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
营运能力				
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
每股指标 (元)				
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
估值比率				
P/E	16.48	12.12	10.16	8.06
P/B	2.35	2.02	1.72	1.45
EV/EBITDA	11	10	8	6

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

分析师团队简介

李少明: 中投证券房地产行业首席分析师, 工商管理硕士, 14 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。

周 强: 中投证券房地产行业助理分析师, 管理学硕士, 2010 年 7 月加入中投证券。

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