

房地产开发Ⅲ

署名人: 李少明

S0960200010015

010-63222931

lishaoming@cjis.cn

万科 A

000002

推荐

前3季销售业绩超09年全年12.6%，资金充足游刃有余

公司10年9月销售数据: 实现销售面积114万平方米, 同比增112%, 环比增24%; 销售金额142亿元, 同比增161%, 环比增19%; 9月新增项目: 7个。

投资要点:

- 9月: 销售金额142亿元再度刷新8月份120亿元新高记录, 销售业绩远超市场和我们的预期, 公司再度成为国内开发商中对楼市和调控政策脉络把握最好的开发商。9月实现销售面积113.6万平米, 同比增长115.5%, 环比增长24.2%, 实现销售金额142.1亿元, 同比增长161.1%, 环比增长18.5%, 9月销售均价12509元/平米, 同比涨23%, 环比跌4.5%, 全国推盘增加、优惠力度加大均价小幅下行符合预期。
- 1-9月: 公司销售金额714.2亿元, 同比增55%, 已超出09年全年销售业绩(634亿元)12.6%; 1-9月销售面积601万平米, 同比增18%, 1-9月销售均价11880元/平米, 同比涨31.3%, 销售均价较10年中报结算均价高9%, 10年下半年和明年的结算毛利率持续上升已无悬念。在市场再度旺销、市场供给高峰来临前、二次调控落地前, 公司准确把握市场与政策的脉络, 加大推盘量, 快速回笼资金, 持续刷新业绩记录, 再度显示出公司高管对行业运行趋势超强的预见性和卓越经营管理能力。714亿元的销售额离公司年初800亿元的计划近在咫尺, 四季度已无销售压力, 但依据公司一贯的快速开发快速销售的作风来看, 四季度公司仍将加快销售实现更好的业绩, 我们预计公司全年销售金额超过900亿元应无悬念。
- 9月: 公司新增项目7个, 权益建面97万平米, 获取资源成本依然保持低位。新增项目分布于北京、东莞、佛山、廊坊、唐山和烟台, 新增权益建面97万平米, 地价款23.3亿元, 楼面地价2401元/平米。其中北京回龙观再添2个项目低成本项目, 楼面地价仅5600元/平米, 而周边房价在2万元左右。
- 1-9月, 公司新增项目57个, 权益建面1376万平米, 楼面地价2396元/平米, 楼面地价较09年的拿地成本低6%, 在公司销售均价维持高位的背景下, 公司对增量土地成本控制非常得力。我们预计, 二次调控和未来半年供应量的大幅上升, 楼市出现“价跌量增”是大概率事件, 地价也将有所下降, 未来半年又是公司拿地的好时机。充裕的资金环境将使公司在获取更多低价优质资源上游游刃有余。
- 公司11年度全部业绩锁定已无悬念, 财务与盈利指标远超与07年调控时期, 是国内一线公司中业绩最确定攻守兼备的最好品种。1-9月公司出色的销售业绩为公司今明两年的业绩高增长打下了坚实的基础。我们维持公司2010-2012年EPS0.71、1.05和1.29元的预测。6-12月目标价15.7元, 维持“推荐”评级。

风险提示:

注意政策调控过紧、调控时间过长带来的楼市超预期的低迷等的风险。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	48881	41060	65696	85405
同比(%)	19%	-16%	60%	30%
归属母公司净利润(百万元)	5330	7809	11585	14147
同比(%)	32%	47%	48%	22%
毛利率(%)	29.4%	39.0%	39.0%	39.0%
ROE(%)	14.3%	17.7%	21.2%	21.1%
每股收益(元)	0.48	0.71	1.05	1.29
P/E	17.41	11.88	8.01	6.56
P/B	2.48	2.10	1.70	1.38
EV/EBITDA	11	11	7	5

资料来源: 中投证券研究所

6-12个月目标价: 15.70元

当前股价: 8.44元

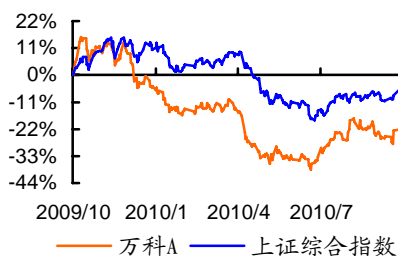
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2738.74
总股本(百万)	10995
流通股本(百万)	10971
流通市值(亿)	926
EPS (TTM)	0.51
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	-1.52	19.38	-8.71
上证综合指数	1.61	13.40	-12.18



相关报告

《万科 A-销售再超预期, 加速储备优质资源, 提高盈利预期》2010-9-3

《万科 A-跨越管理瓶颈, 进入新一轮上升通道--2010 年中报业绩推介会纪要》

《万科 A-市场磨砺再现王者风范》2010-8-10

图 1: 万科单月销售面积与销售金额

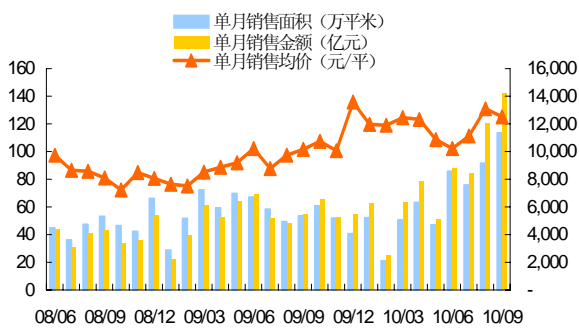


图 2: 万科单月销售均价与累计销售均价

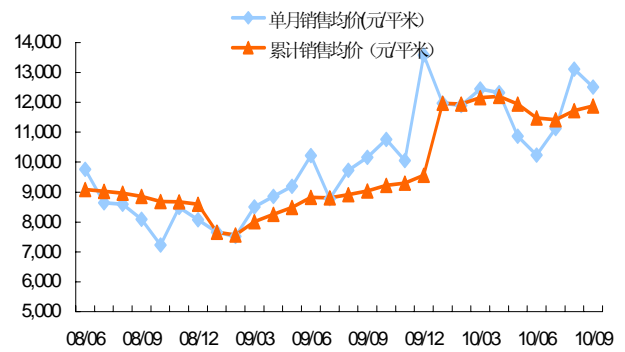


图 3: 万科单月销售均价各年同期比较

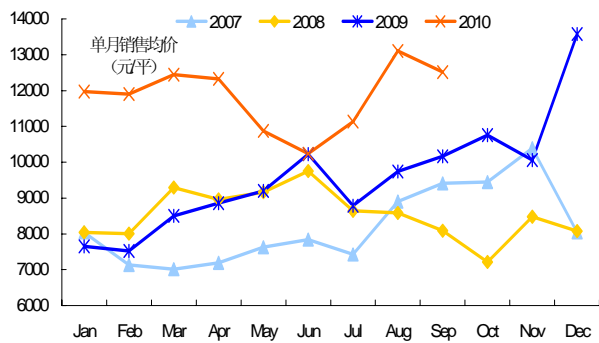


图 4: 万科累计销售均价各年同期比较

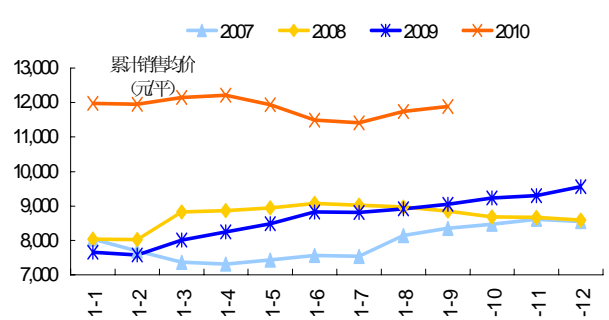


图 5: 万科单月销售面积各年同期比较

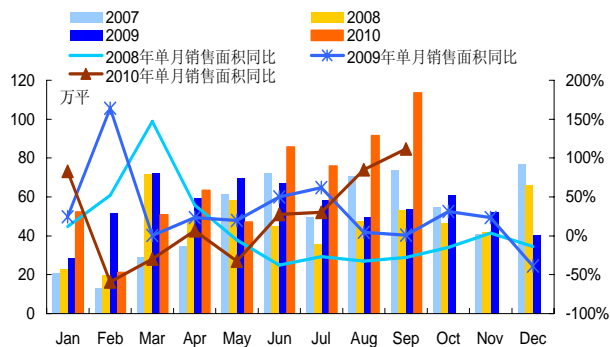


图 6: 万科单月销售金额各年同期比较

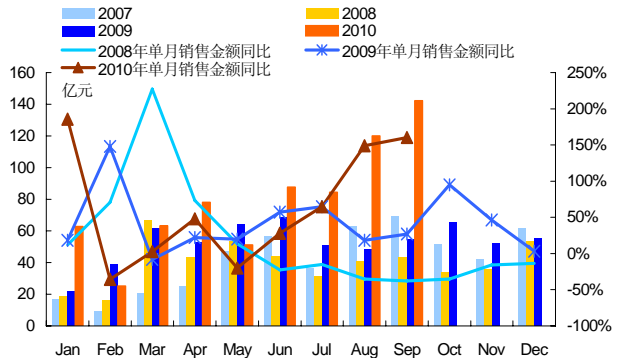


图 7: 万科累计销售面积各年同期比较

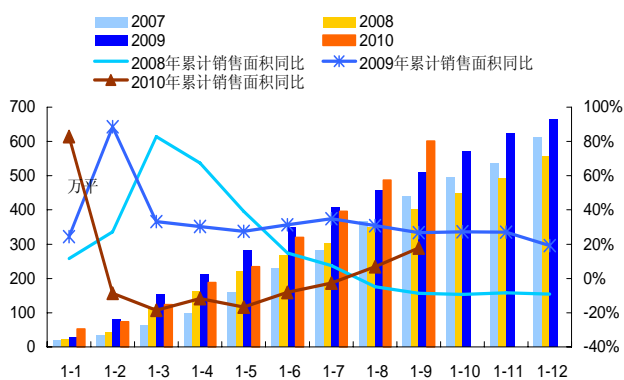
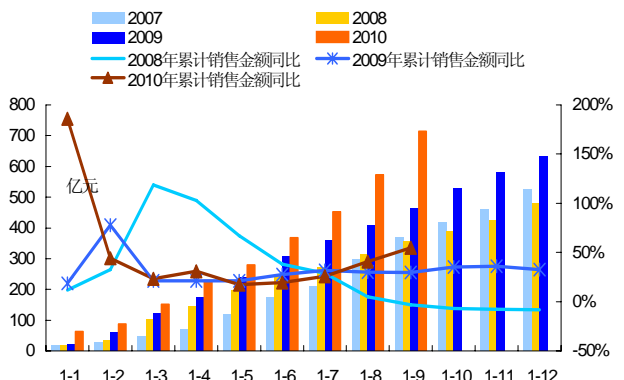


图 8: 万科累计销售金额各年同期比较



数据来源: 上市公司, 中投证券研究所

**表 1: 公司 10 年 9 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>1-8 月合计</b>			<b>723.6</b>	<b>1687.4</b>	<b>1278.8</b>	<b>306.4</b>	<b>2,396</b>
1 东莞南城总部基地项目	东莞	100%	0.5	4.3	4.5	0.50	1,111
2 佛山里水镇盐南路项目	佛山	49%	6.7	8.0	3.9	0.80	2,031
3 回龙观 1818-028 地块	北京	50%	8.7	19.3	12.2	6.40	5,255
4 回龙观 1818-007、009 号地块	北京	50%	13.7	36.5	18.2	10.60	5,817
5 廊坊香河 2010-(35-40)地块	廊坊	50%	28.1	42.0	21.1	1.70	807
6 唐山凤凰新城项目	唐山	60%	7.9	19.8	11.9	1.90	1,603
7 烟台中联物流项目	烟台	70%	19.0	36.2	25.3	1.40	554
7 清远后花园项目	清远	100%	68.9	137.8	137.8	3.30	239
<b>9 月合计</b>			<b>84.6</b>	<b>166.1</b>	<b>97.0</b>	<b>23.3</b>	<b>2,401</b>
<b>1-9 月合计</b>			<b>808.2</b>	<b>1853.5</b>	<b>1375.8</b>	<b>329.7</b>	<b>2,396</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					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	172673	212500	233717	<b>营业收入</b>	48881	41060	65696	85405
现金	23002	40735	29056	21733	营业成本	34515	25047	40075	52097
应收账款	713	610	975	1268	营业税金及附加	3603	4927	7884	10249
其它应收款	7786	6668	10668	13869	营业费用	1514	1437	1971	2562
预付账款	8736	11271	10019	13024	管理费用	1442	1314	1905	2477
存货	90085	113390	161780	183821	财务费用	574	-3294	-3574	-3360
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	1000	1300	1500
固定资产	1356	1216	1076	936	<b>营业利润</b>	8685	12629	18736	22880
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	179815	219498	240572	<b>利润总额</b>	8617	12629	18736	22880
<b>流动负债</b>	68058	101889	128695	134373	所得税	2187	3208	4759	5812
短期借款	1188	0	0	0	<b>净利润</b>	6430	9421	13977	17069
应付账款	16300	11829	18926	24604	少数股东损益	1100	1612	2392	2921
其他	31735	65696	85405	85405	<b>归属母公司净利润</b>	5330	7809	11585	14147
<b>非流动负债</b>	24142	24142	24142	24142	EBITDA	9364	9485	15311	19670
长期借款	17503	17503	17503	17503	EPS (元)	0.48	0.71	1.05	1.29
其他	6639	6639	6639	6639					
<b>负债合计</b>	92200	126031	152837	158515	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	8033	9645	12037	14959	<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
股本	10995	10995	10995	10995	<b>成长能力</b>				
资本公积	8558	8558	8558	8558	营业收入	19.2%	-16.0%	60.0%	30.0%
留存收益	17546	24585	35071	47545	营业利润	36.5%	45.4%	48.4%	22.1%
归属母公司股东权益	37376	44138	54623	67098	归属于母公司净利润	32.1%	46.5%	48.4%	22.1%
<b>负债和股东权益</b>	137609	179815	219498	240572	<b>获利能力</b>				
					毛利率	29.4%	39.0%	39.0%	39.0%
					净利率	10.9%	19.0%	17.6%	16.6%
					ROE	14.3%	17.7%	21.2%	21.1%
					ROIC	18.5%	20.7%	21.8%	21.1%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	67.0%	70.1%	69.6%	65.9%
					净负债比率				
					流动比率	1.91	1.69	1.65	1.74
					速动比率	0.58	0.58	0.39	0.37
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.38	0.26	0.33	0.37
					应收账款周转率	59	61	83	76
					应付账款周转率	2.36	1.78	2.61	2.39
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.48	0.71	1.05	1.29
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.84	0.90	-1.40	-0.95
					每股净资产(最新摊薄)	3.40	4.01	4.97	6.10
					<b>估值比率</b>				
					P/E	17.41	11.88	8.01	6.56
					P/B	2.48	2.10	1.70	1.38
					EV/EBITDA	11	11	7	5

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、亿城股份、金融街、世茂股份、首开股份、上实发展、华发股份、大龙地产、沙河地产、胜利股份、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	北京	上海
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	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434