

房地产开发Ⅲ

署名人: 李少明

S0960200010015

010-63222931

lishaoming@cjis.cn

万科 A

000002

推荐

业绩再次靓丽登场，获取 10-11 年股权激励无悬念

公司公布 10 年 1-3 季度报及股权激励方案。

投资要点:

- **业绩符合预期，Q4的结算收入将超过前三季的总和。**1-3季，公司EPS0.298、ROE8.4%，营业总收入、归属于上市公司股东的净利润分别为224亿元、32.7亿元，同比增长-24%和10.6%，符合预期。因大部分结算收入在Q4确认，Q4的结算收入将超过前三季的总和。3季末公司尚余784万平米、863亿元、均价1.1万的结算资源，4季度及明年公司的毛利率仍有较大的提升空间。我们预计公司10月份的销售收入同比增长50%可期，全年销售收入超900亿将成定局，今明两年业绩锁定无疑。
- **3季报取得优异的的销售业绩。**销售面积281万平米，销售金额346.4亿元，同比增长74%和125%。前3季，销售面积601万平米，销售金额714.2亿元，同比期增长17.8%和54.8%，远超行业平均水平和其他排名前列的公司。
- **财务安全性大幅提高，3季末货币资金增加至314亿，远高于短期借款和一年内到期长期借款的总和158.3亿元，资金实力进一步增强。**反映实际偿债压力的有息负债率、净负债率仅为24%和27%，在行业内处于较低水平，其中净负债率较中期下降13.6个百分点。
- **存货结构更加合理。**公司各类存货中，现房52.4亿元，占存货仅4.3%，较期中进一步下降，继续保持着良好的存货结构，面对调控游刃有余。
- **前三季新增权益建面1427万平米，楼面地价不足2400元，较09年成本底6%。**因公司账面现金充裕，在市场调整过程中将择机发展更多优质资源心有余力。Q4新进入清远、扬州、廊坊等3线城市，新增项目20个，权益建面526万平米。
- **股权激励草案合理有效，我们认为万科年底将全部锁定 10-11 年的业绩，管理层获取 10-11 年的激励股权已无悬念。**今天公司也披露了 10 年 A 股股权激励草案，草案将在股东会通过草案 30 天内授予管理层等 1.1 亿股股票期权。行权价 8.89 元，行权有效期 4 年，在授予期权后的 1 年开始行权，分别行权 40%、30%、30%，当行权前 1 年的业绩未满足条件当期期权将作废。行权前 1 年的业绩需分别符合：ROE 不低于 14%、14.5%和 15%，归属于上市公司股东的净利润增长率以 T-1 年为基数不低于 20%、45%和 75%，即 10-12 年 EPS 分别不低于 0.576、0.696、0.84 元。
- **本次万科股权激励顺利出台更加坚定了我们短中长期看好公司的信心，公司是国内一线公司中业绩最确定攻守兼备的最好品种。**我们维持公司 2010-2012 年 EPS0.71、1.05 和 1.29 元的预测。未来 6-12 月内目标价 15.7 元，再次“推荐”。

**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	18.34	12.52	8.44	6.91
P/B	2.62	2.21	1.79	1.46
EV/EBITDA	12	12	7	6

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: 8.89 元

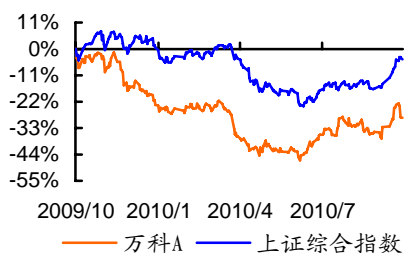
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2975.04
总股本(百万)	10995
流通股本(百万)	10971
流通市值(亿)	975
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	9.00	11.82	13.68
上证综合指数	14.80	16.10	-0.81



相关报告

- 《万科 A-前 3 季销售业绩超 09 年全年 12.6%，资金充足游刃有余》2010-10-11
- 《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》

图 1: 万科单月销售面积与销售金额

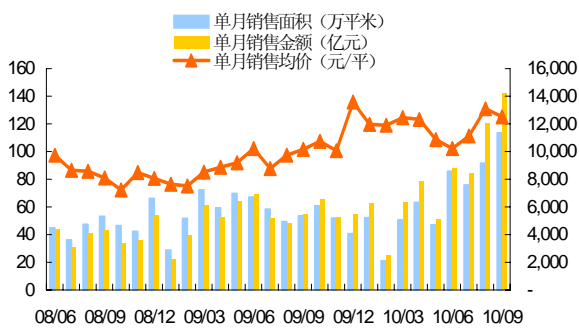


图 2: 万科单月销售均价与累计销售均价

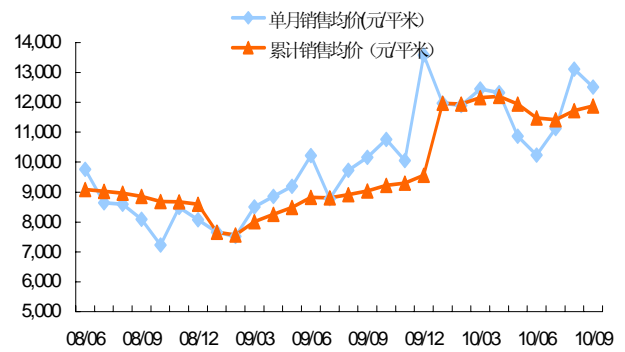


图 3: 万科单月销售均价各年同期比较

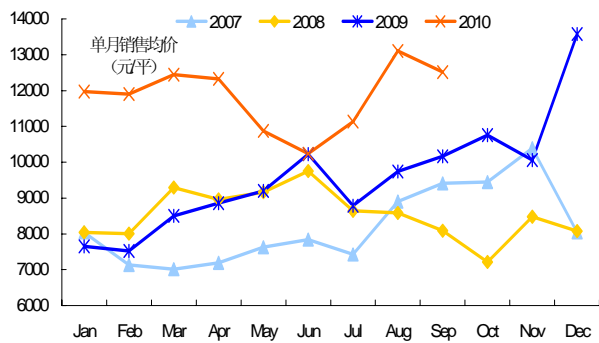


图 4: 万科累计销售均价各年同期比较

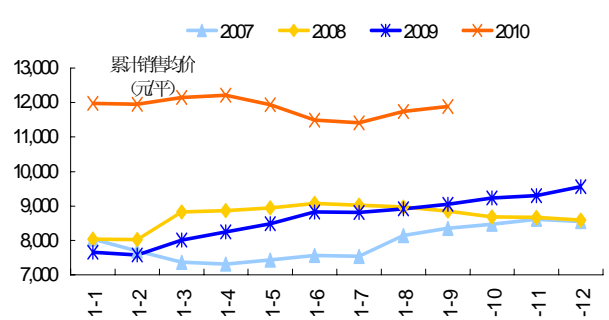


图 5: 万科单月销售面积各年同期比较

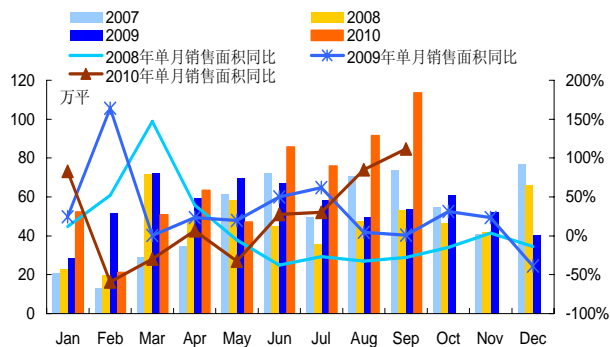


图 6: 万科单月销售金额各年同期比较

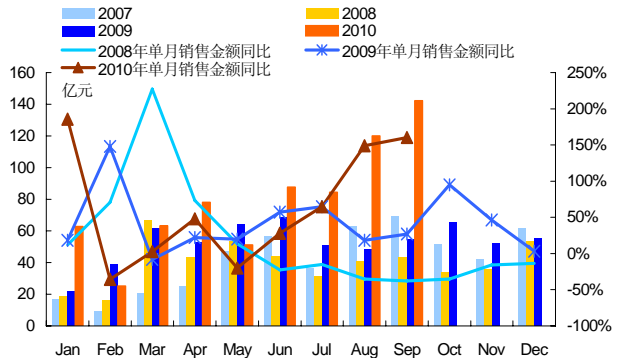


图 7: 万科累计销售面积各年同期比较

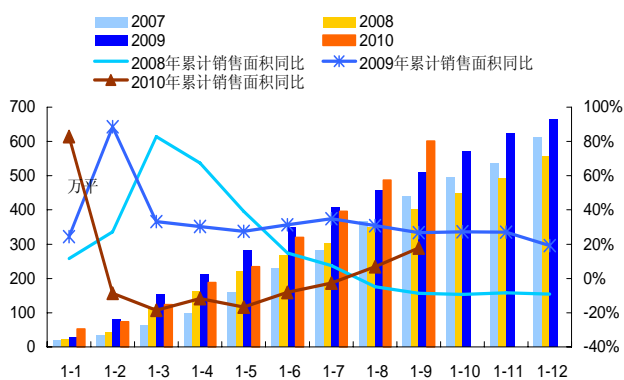
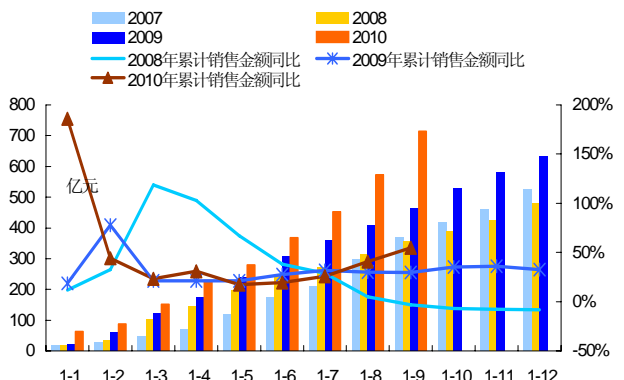


图 8: 万科累计销售金额各年同期比较



数据来源: 上市公司, 中投证券研究所

附：公司10年3季报财务与经营等指标

图 9：经营情况

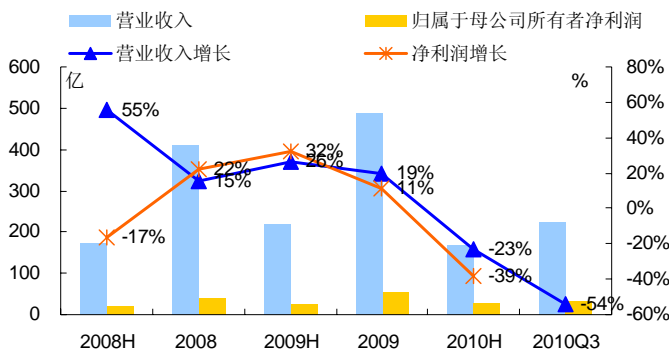


图 10：EPS 和 ROE

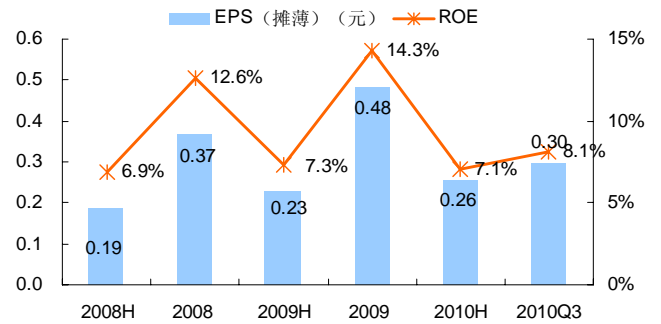


图 11：综合毛利率和净利率

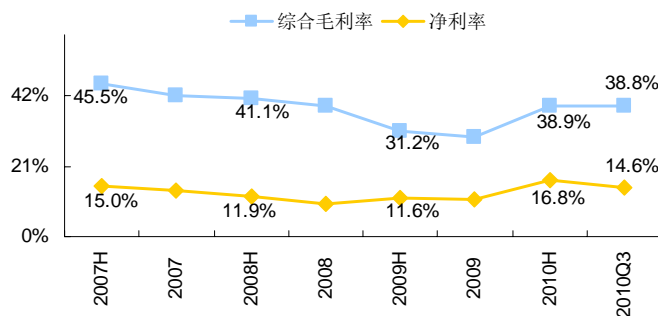


图 12：三费水平

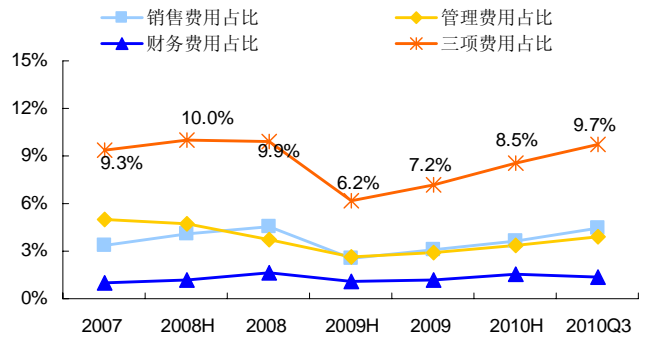
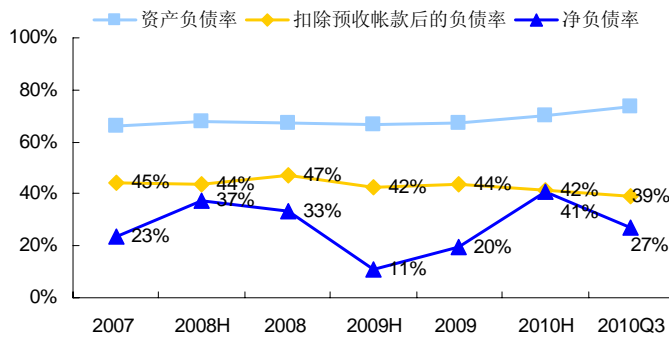


图 13：负债水平



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
<b>流动资产</b>	130323	172673	212500	233717
现金	23002	40735	29056	21733
应收账款	713	610	975	1268
其它应收款	7786	6668	10668	13869
预付账款	8736	11271	10019	13024
存货	90085	113390	161780	183821
其他	1	0	1	2
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	137609	179815	219498	240572
<b>流动负债</b>	68058	101889	128695	134373
短期借款	1188	0	0	0
应付账款	16300	11829	18926	24604
其他	31735	65696	85405	85405
<b>非流动负债</b>	24142	24142	24142	24142
长期借款	17503	17503	17503	17503
其他	6639	6639	6639	6639
<b>负债合计</b>	92200	126031	152837	158515
少数股东权益	8033	9645	12037	14959
股本	10995	10995	10995	10995
资本公积	8558	8558	8558	8558
留存收益	17546	24585	35071	47545
归属母公司股东权益	37376	44138	54623	67098
<b>负债和股东权益</b>	137609	179815	219498	240572

现金流量表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>经营活动现金流</b>	9253	9846	-15442	-10500
净利润	6430	9421	13977	17069
折旧摊销	105	150	150	150
财务费用	574	-3294	-3574	-3360
投资损失	-924	-1000	-1300	-1500
营运资金变动	2868	5635	-24695	-22859
其它	201	-1066	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-4191	991	1290	1490
资本支出	806	0	0	0
长期投资	-1367	0	0	0
其他	-4752	991	1290	1490
<b>筹资活动现金流</b>	-3029	6896	2474	1687
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	8084	2474	1687
<b>现金净增加额</b>	2024	17733	-11678	-7324

单位: 百

利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	48881	41060	65696	85405
营业成本	34515	25047	40075	52097
营业税金及附加	3603	4927	7884	10249
营业费用	1514	1437	1971	2562
管理费用	1442	1314	1905	2477
财务费用	574	-3294	-3574	-3360
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	1000	1300	1500
<b>营业利润</b>	8685	12629	18736	22880
营业外收入	71	0	0	0
营业外支出	138	0	0	0
<b>利润总额</b>	8617	12629	18736	22880
所得税	2187	3208	4759	5812
<b>净利润</b>	6430	9421	13977	17069
少数股东损益	1100	1612	2392	2921
<b>归属母公司净利润</b>	5330	7809	11585	14147
<b>EBITDA</b>	9364	9485	15311	19670
<b>EPS (元)</b>	0.48	0.71	1.05	1.29

主要财务比率				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>成长能力</b>				
营业收入	19.2%	-16.0%	60.0%	30.0%
营业利润	36.5%	45.4%	48.4%	22.1%
归属于母公司净利润	32.1%	46.5%	48.4%	22.1%
<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	18.34	12.52	8.44	6.91
P/B	2.62	2.21	1.79	1.46
EV/EBITDA	12	12	7	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、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。

## 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