

2010年10月25日

万科

新一期股权激励起锚

买入

A

000002.SZ - 人民币 8.89

目标价格: 人民币 12.62(↑10.29)

买入

B

200002.SZ - 港币 10.26

目标价格: 港币 12.62(↑10.29)

万科2010年前三季度实现营业收入和净利润分别为223.8亿元和32.7亿元,同比分别下降24.3%和增长10.6%。每股收益0.298元。公司同时公布新一期股权激励方案,长期有利股东价值实现。我们上调2010-12年业绩,重申买入评级,并上调A、B股目标价至12.62元与12.62港币。

支撑评级的要点

- 2010年前三季度累计结算面积仅为216万平方米,四季度预计结算面积超过300万平米。
- 三季度销售强劲,月度销售额屡创新高,期末已售未结合同销售额778亿元,已经锁定我们对2010年收入预测的100%和2011年预测的51%。
- 强劲的销售回款支持公司大幅扩张拿地,前9个月新增项目权益建面1,427万平方米,平均楼面地价约2,400元/平方米左右,成为后续进一步规模扩张的基础。
- 公司再推新一期股权激励计划,为管理层设定了明确目标,也有利于股东价值的实现。

评级面临的主要风险

- 房地产政策收紧幅度超预期,地产市场价跌量缩。

估值

- 我们调高了公司的盈利预测,上调每股NAV至12.62元。万科在本轮调控中的品牌集中度大幅提高,是调控的受益品种,我们重申**买入**评级,并将A股目标价由10.29元上升至12.62元,相当于1倍NAV;将B股目标价格由10.29港币上调至12.62港币。

股价相对指数表现 (A股)



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现 (A股)

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(18)	9	12	(28)
相对新华富时A50指数(%)	(5)	(9)	(4)	(19)

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据 (A股)

发行股数(百万)	10,995
流通股(%)	85
流通股市值(人民币 百万)	83,084
10年末每股评估净资产值(人民币)	12.62
3个月日均交易额(人民币 百万)	890
10年末净负债比率(%)	31
主要股东(%)	
华润股份有限公司	15

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

图表 1. 投资摘要 (A股)

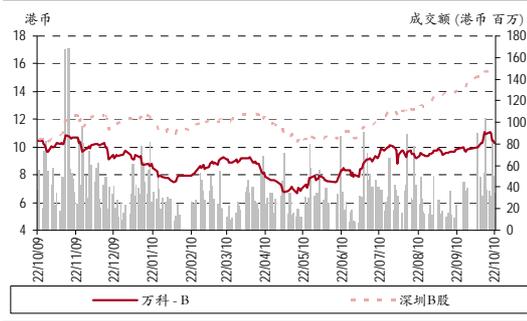
年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	40,992	48,881	59,435	79,253	103,017
变动(%)	-	19	22	33	30
净利润(人民币 百万)	3,948	5,903	7,499	9,918	13,678
全面摊薄每股收益(人民币)	0.359	0.537	0.682	0.902	1.244
变动(%)	-	49.5	27.0	32.3	37.9
原先预测每股收益(人民币)	-	-	0.621	0.819	0.994
调整幅度(%)	-	-	9.8	10.1	25.2
市盈率(倍)	24.8	16.6	13.0	9.9	7.1
每股现金流量(人民币)	0.00	0.84	(1.60)	1.40	0.98
价格/每股现金流量(倍)	(2,862.1)	10.6	(5.6)	6.4	9.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	14.0	14.2	9.9	6.6	4.7
每股股息(人民币)	0.050	0.000	0.055	0.072	0.100
股息率(%)	0.6	0.0	0.6	0.8	1.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博BOCR <GO>, thomsonreuters.com以及中银国际研究网站(www.bociresearch.com.)上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

股价相对指数表现 (B 股)



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现 (B 股)

(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	5	5	7	(2)
相对深圳 B 股	(24)	(7)	(23)	(51)

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据 (B 股)

发行股数 (百万)	10,995
流通股 (%)	12
流通股市值 (港币 百万)	13,537
3 个月日均交易额 (港币 百万)	34
净负债比率 (%)	31

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

投资摘要 (B 股)

年结日: 12 月 31 日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入 (人民币 百万)	40,992	48,881	59,435	79,253	103,017
变动 (%)	15	19	22	33	30
净利润 (人民币 百万)	4,033	5,330	7,499	9,918	13,678
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.37	0.48	0.68	0.90	1.24
变动 (%)	0	32	41	32	38
原先预测每股收益 (人民币)	-	-	0.62	0.82	0.99
调整幅度 (%)	-	-	9.8	10.7	25.2
全面摊薄市盈率 (倍)	25	19	13	10	7
每股现金流量 (人民币)	(0.00)	0.84	(1.60)	1.40	0.98
价格/每股现金流量 (倍)	(2,907)	11	(6)	6	9
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	13.1	10.3	8.0	5.3	3.5
每股股息 (人民币)	0.05	0.00	0.05	0.07	0.10
股息率 (%)	0.55	0.00	0.60	0.80	1.10

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

四季度结算面积将超前三季度总和

2010 年三季度, 万科营业收入 56.1 亿元, 同比下降 27.4%, 净利润 4.59 亿元, 同比增长 6.1%; 前三季度营业收入和净利润分别为 223.8 亿元和 32.7 亿元, 同比分别下降 24.3% 和增长 10.6%。每股收益 0.298 元。前三季度, 公司净利润率达到了 14.6%, 比去年全年提高 3.7 个百分点, 但比上半年下降 2.1 个百分点, 我们预期全年净利润率约为 12.6%。

由于前三季度项目竣工面积占比较低, 累计结算面积仅为 216 万平方米, 导致结算收入同比下降; 四季度大量项目竣工结算, 按照公司今年年初的计划竣工量 504 万平方米计, 四季度公司可结算面积将超过前三季度的总和。

定位准确, 销售屡创新高

万科今年销售业绩突出, 由于坚持以自住型需求为主的产品定位, 非常符合今年以来行业调控鼓励自住、抑制投资的方向, 同时公司贯彻一直以来不捂盘、不囤地的策略, 加快开发销售, 加大拿地力度, 使得公司成为本次宏观调控中最为受益的开发商。今年 1-9 月, 公司累计实现销售面积 601.1 万平方米, 销售金额 714.2 亿元, 分别比 2009 年同期增长 17.8% 和 54.8%。市场占有率亦从 2009 年的 1.66% 增长至 2.65%。

高额预售锁定为明年盈利增长打下坚实基础

今年超预期的销售业绩为今明两年的业绩增长打下了坚实的基础。截至报告期末, 公司尚有 784 万平方米已售资源未竣工结算, 合同金额合计约 863 亿元。其中合并报表范围内已售未结面积 660 万平方米, 合同金额 778 亿元, 较中期分别增加 40% 和 44%, 已经锁定我们 2010 和 2011 年盈利预测的 100% 和 51%。期末预售帐款也达到 656 亿元, 较中期增加 44%。由于装修房比例上升, 万科已售未结算资源的存量处于不断增大的趋势中。

财务稳健，土地获取积极

期末公司持有货币资金 315.4 亿元，远高于短期借款和一年内到期长期借款的总和 158.3 亿元，资产负债率虽因预售款增长提高至 73.7%，但净负债率下降为 27.2%，较中期下降 13.6 个百分点。在强大的资金实力支持下，公司继续加大土地获取力度，第三季度新进入清远、扬州、廊坊等城市，新增项目 20 个，新增按万科权益计算的规划建筑面积合计 526 万平方米。1-9 月份新增项目万科权益规划建筑面积合计 1,427 万平方米，新增项目的平均楼面地价在 2,400 元左右，保持在较低水平，以及在一二三线城市的均衡分布。公司前 9 个月新增土地权益面积已经达到 08、09 两年总和，预计明年新开工面积将大幅增长，公司继续规模扩张的路径可期。

股权激励方案对管理层形成新的激励

在季报出台当日，万科公布新一期股权激励计划，拟向激励对象授予总量 11,000 万份的股票期权，占授予时公司股本总额的 1.0004%。授予的股票期权的有效期为 4 年。授予的股票期权于授权日开始，经过一年的等待期，在之后的三个行权期，第一、第二和第三个行权期分别有 40%、30%、30% 的期权在满足业绩条件前提下获得可行权的权利。期权行权价格为 8.89 元。如果 2010 年内股东大会顺利通过股权激励方案，行权条件将分别为 T(2010)、T+1(2011)、T+2(2012) 年的 ROE 分别不低于 14%、14.5% 和 15%，较 T-1(2009) 年的净利润增长率分别不低于 20%、45% 和 75%。2009 年公司每股收益 0.48 元，满足行权条件的 2010-2012 年的每股收益将分别为 0.576、0.696 和 0.84 元，公司应能顺利达到行权条件。

自万科上一期为期三年的股权激励方案在仅执行了 06 年一次后，于 2007 和 2008 年度均告夭折，市场期待公司再次公布新的激励方案。本次激励方案不像上一期，设立了较高的股价表现要求，仅对业绩增长进行要求，应该说行权的难度比上一期放低了。我们认为，合理的行权条件对万科管理层而言将形成有效的激励，也促使管理层利益和流通股东利益更好结合，对万科管理层和流通股东来说都是好事。

调高盈利预测，重申买入评级

鉴于三季度销售屡创新高，前三季度已经完成了我们预测的全年销售额，预计全年销售金额将达到 900 亿元左右，且 8、9 月份销售均价亦比预测明显提高，从今年公司拿地速度来看，今明两年开工速度增长将比预测明显加快，从而为 2011-12 年业绩增长亦打下良好基础。我们调高了万科 2010-12 年的盈利预测 9.8%、10.1%和 25.2%，并调高每股 NAV 从 10.29 元至 12.62 元。我们重申**买入**评级，万科作为对政策把握灵敏、对市场分析透彻，符合行业调控大方向的住宅开发商，是本次调控中的最大受益者，我们重申对公司的**买入**评级，并且调高公司 12 个月目标价至 12.62 元，相当于 1 倍 NAV 及 18.6 倍 2010 年市盈率和 14 倍 2011 年市盈率，同时相应调高 B 股目标价至 12.62 港元。

图表 2. 业绩摘要

(人民币, 百万)	2009 年 1-9 月	2010 年 1-9 月	同比变动%
营业收入	29,544	22,380	(24)
营业成本	(20,619)	(13,696)	(34)
营业税	(2,210)	(2,226)	1
毛利润	6,715	6,458	(4)
其他收入	238	220	(8)
销售费用	(934)	(1,007)	8
管理费用	(887)	(866)	(2)
营业利润	5,131	4,805	(6)
投资收益	316	500	58
财务费用	(424)	(297)	(30)
营业外收支	(6)	55	NM
税前利润	5,017	5,063	1
所得税	(1,347)	(1,237)	(8)
少数股东权益	(712)	(554)	(22)
归属上市公司股东净利润	2,958	3,272	11
主要比率(%)			
毛利率			
经营利润率	23	29	
净利率	17	21	

资料来源：公司数据

损益表—A股及B股(人民币百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	40,992	48,881	59,435	79,253	103,017
销售成本	(29,539)	(38,117)	(42,789)	(56,317)	(72,282)
经营费用	(3,285)	(2,956)	(3,382)	(4,744)	(6,194)
息税折旧前利润	8,167	7,808	13,263	18,192	24,541
折旧及摊销	(106)	0	(125)	(90)	(90)
经营利润(息税前利润)	8,061	7,808	13,139	18,102	24,451
净利息收入(费用)	(700)	0	(1,064)	(1,171)	(960)
其他收益/(损失)	(1,125)	1,383	1,210	831	790
税前利润	6,237	9,191	13,285	17,762	24,281
所得税	(1,682)	(2,187)	(3,321)	(4,440)	(6,070)
少数股东权益	(607)	(1,100)	(2,465)	(3,403)	(4,532)
净利润	3,948	5,903	7,499	9,918	13,678
核心净利润	5,828	5,158	5,684	8,671	12,494
每股收益(人民币)	0.359	0.537	0.682	0.902	1.244
核心每股收益(人民币)	0.530	0.469	0.517	0.789	1.136
每股股息(人民币)	0.050	0.000	0.055	0.072	0.100
收入增长(%)	NA	19	22	33	30
息税前利润增长(%)	NA	(3)	68	38	35
息税折旧前利润增长(%)	NA	(4)	70	37	35
每股收益增长(%)	NA	50	27	32	38
核心每股收益增长(%)	NA	(12)	10	53	44

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

资产负债表—A股及B股(人民币百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	19,978	23,002	23,774	31,701	41,207
应收帐款	4,419	8,499	14,859	15,851	20,603
库存	85,899	90,085	142,643	166,432	185,430
其他流动资产	3,161	8,736	7,139	9,330	11,930
流动资产总计	113,456	130,323	188,414	223,314	259,170
固定资产	1,454	1,949	1,829	1,742	1,656
无形资产	0	82	78	74	70
其他长期资产	4,326	5,254	5,004	4,996	4,829
长期资产总计	5,780	7,285	6,910	6,812	6,555
总资产	119,237	137,608	195,324	230,126	265,725
应付帐款	23,382	26,395	28,554	37,321	47,719
短期债务	17,868	8,629	25,327	18,909	18,554
其他流动负债	23,304	33,034	60,623	80,838	89,625
流动负债总计	64,554	68,058	114,505	137,068	155,897
长期借款	14,942	23,297	25,419	25,419	25,419
其他长期负债	922	845	769	780	793
股本	10,995	10,995	10,995	10,995	10,995
储备	20,897	26,381	33,337	42,433	55,021
股东权益	31,892	37,376	44,332	53,428	66,016
少数股东权益	6,927	8,033	10,300	13,431	17,601
总负债及权益	119,237	137,609	195,325	230,127	265,726
每股帐面价值(人民币)	2.90	3.40	4.03	4.86	6.00
每股有形资产(人民币)	2.90	3.39	4.02	4.85	6.00
每股净负债/(现金)(人民币)	1.17	0.81	2.45	1.15	0.25

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

现金流量表—A股及B股(人民币百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	6,237	9,191	13,285	17,762	24,281
折旧与摊销	106	0	125	90	90
净利息费用	700	0	1,064	1,171	960
运营资本变动	(4,757)	2,868	(27,461)	1,613	(7,642)
税金	(1,682)	(2,187)	(3,321)	(4,440)	(6,070)
其他经营现金流	(637)	(618)	(1,279)	(831)	(790)
经营活动产生的现金流	(34)	9,253	(17,588)	15,365	10,829
购买固定资产净值	(535)	(2,031)	238	317	412
投资减少/增加	76	392	0	0	0
其他投资现金流	(2,385)	(2,552)	1,349	(361)	(191)
投资活动产生的现金流	(2,844)	(4,191)	1,587	(44)	221
净增权益	473	830	2	3	4
净增债务	8,395	(909)	16,699	(6,419)	(355)
支付股息	(3,002)	(2,949)	(600)	(793)	(1,094)
其他融资现金流	(57)	989	675	(181)	(95)
融资活动产生的现金流	5,809	(2,039)	16,775	(7,390)	(1,541)
现金变动	2,931	3,024	774	7,930	9,509
期初现金	17,047	19,978	23,002	23,774	31,701
公司自由现金流	(2,878)	5,063	(16,001)	15,320	11,050
权益自由现金流	5,517	4,154	697	8,902	10,695

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

主要比率—A股及B股

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	19.9	16.0	22.3	23.8	23.9
息税前利润率	19.7	16.0	22.1	23.7	23.8
税前利润率	15.2	18.8	22.6	22.9	22.5
净利率	9.6	12.1	11.0	10.9	10.3
流动性(倍)					
流动比率	1.8	1.9	2.0	1.8	1.7
利息覆盖率	8.1	NA	11.9	11.0	9.6
净权益负债率(%)	33.1	19.7	31.4	53.3	57.0
速动比率	0.4	0.6	0.5	0.5	0.5
估值(倍)					
市盈率	22.2	14.8	12.8	9.7	8.0
核心业务市盈率	15.0	17.0	17.5	11.3	9.0
目标价对应核心业务	19.4	21.9	22.6	14.6	11.6
市盈率					
市净率	2.7	2.3	2.0	1.7	1.4
价格/现金流	(2,562.7)	9.5	(10.9)	(5.1)	(9.6)
企业价值/息税折旧前	12.8	12.9	8.1	6.9	6.1
利润					
周转率					
存货周转天数	1,061.4	842.6	812.5	781.7	787.9
应收帐款周转天数	39.3	48.2	52.4	47.8	48.7
应付帐款周转天数	208.2	185.8	165.5	149.8	149.3
回报率(%)					
股息支付率	13.9	0.0	8.0	8.0	8.0
净资产收益率	12.4	17.0	16.8	18.8	19.2
资产收益率	4.9	4.6	7.0	8.2	8.2
已运用资本收益率	11.7	10.5	16.0	17.0	16.5

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371