

万科A (000002.SZ)

房地产开发行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

市价(人民币): 8.89元

三季度报及股权激励方案点评

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	9,656.08
总市值(百万元)	97,747.42
年内股价最高最低(元)	12.24/6.68
沪深300指数	3378.66
深证成指	13224.98



相关报告

1. 《同步全国 领跑一线》, 2010.8.10
2. 《新开工进入下滑通道》, 2010.5.11
3. 《晚来两天的重拳》, 2010.5.4

公司基本情况(人民币)

项目	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.705	0.367	0.485	0.596	0.763
每股净资产(元)	4.26	2.90	3.40	3.92	4.63
每股经营性现金流(元)	-1.52	-0.00	0.84	0.99	-0.67
市盈率(倍)	40.91	17.58	22.30	12.10	9.45
行业优化市盈率(倍)	72.52	18.95	45.56	45.56	45.56
净利润增长率(%)	124.83%	-16.74%	32.15%	22.91%	28.03%
净资产收益率(%)	16.55%	12.65%	14.26%	15.20%	16.46%
总股本(百万股)	6,872.01	10,995.21	10,995.21	10,995.21	10,995.21

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 报告期公司净利润同比增长 10.6%，实现每股收益 0.3 元，略低于预期。业绩低于预期的原因是公司精装修项目占比的上升导致结算进度的延迟。

经营分析

- **盈利能力提升。** 报告期公司净利润的增长是在收入下降 24% 情况下实现的，主要原因在于毛利率水平同比提升了 8.6 个百分点，达到 38.8%，因为本报告期结算楼盘多为 09 年房价出现明显上涨项目，提升了公司的盈利水平。
- **推盘节奏科学。** 与平淡的结算收入形成对比的是公司的销售收入，三季度公司实现销售金额 346 亿元，同比增长 125%，占前三季度累积销售额的 48%。销售快速增长的原因是公司在三季度采取了较灵活的销售策略，并且可售资源也足够丰富。
- **市场占有率提升。** 1-9 月公司累计实现销售面积 601 万平方米，销售金额 714 亿元，分别同比增长 17.8% 和 54.8%，明显超出行业 11.2% 的销售增速。前三季度公司市场占有率达到 2.56%，相比 09 年上升了 0.9 个百分点，体现出公司在逆境中的扩张能力。
- **业绩保障度高。** 报告期末公司尚有 784 万平方米已售资源未竣工结算，合同金额约 863 亿元。分别为是 09 年和我们预计 10 年营业收入的 1.8 和 1.6 倍。
- **资金链得到缓解。** 报告期末公司账面现金为 315 亿元，短期借款和一年内到期的流动负债合计 158 亿元，按此计算短期资金盈余 157 亿元，相比中报这一口径计算出的 57 亿元余额上升了 100 亿元。现金余额上升的主要来源银行贷款的增长，三季度增加约 100 亿元，与短期现金余额的增加额基本一致。
- **积极逆势拿地。** 前三季度公司一直保持了较快的拿地节奏，目前共新增项目权益建筑面积 1514 万平米，已高出公司 08、09 合计获得权益建面 415 万平米，其中楼面地价 2297 元/平米，集中于二三线城市，成本与上期基本持平。

曹旭特 分析师 SAC 执业编号: S1130208060236
(8610)66211658
caoxt@gjzq.com.cn

- **股权激励方案提升估值水平。**公司公布了第二期股权激励计划：以期权为激励形式，行权价为 8.89 元，行权股份为 1.1 亿股。

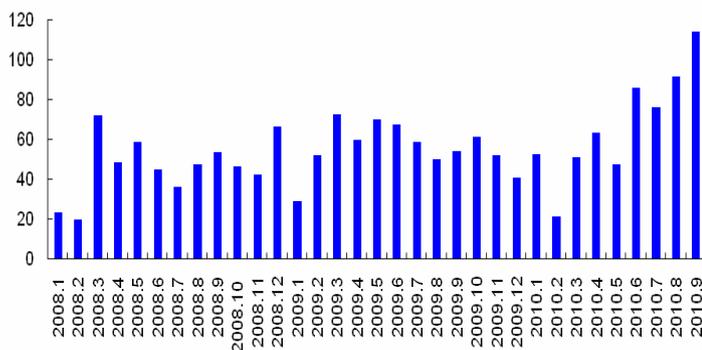
授予的股票期权于授权日开始，经过一年的等待期，在之后的三个行权期，第一、第二和第三个行权期分别有 40%、30%、30%的期权在满足下述业绩条件前提下获得可行权的权利，一是授权日所在年度后的三年内各年 ROE 不低于 14%、14.5%和 15%，二是净利润较授权日所在年度增长率分别达到 20%、45%和 75%。

我们预计公司 2010 年每股收益 0.6 元，按此假设，净资产收益率达到行权标准来倒推 11、12 年每股收益分别为 0.78 和 0.94 元；按照净利润增长率行权下限计算，11、12 年每股收益分别为 0.71 和 0.85 元。

投资建议

- 预计公司 10-12 年每股收益分别为 0.60、0.76 和 0.86 元，动态市盈率为 15、11.8 和 10.4 倍。考虑公司把握市场节奏能力和实现的业绩锁定率，以及而股权激励方案的提出带来估值水平的提升，继续维持公司买入评级。

图表1: 各月销售面积

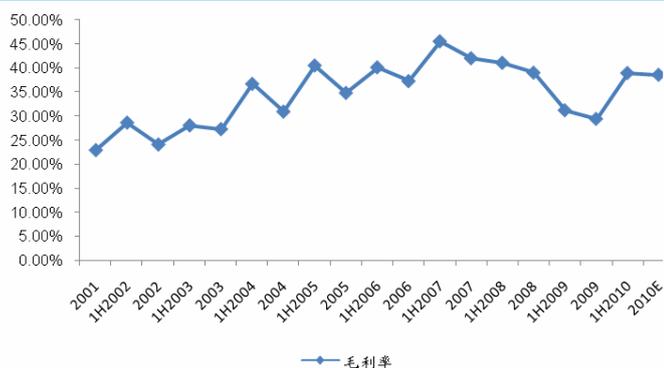


图表2: 各月销售均价

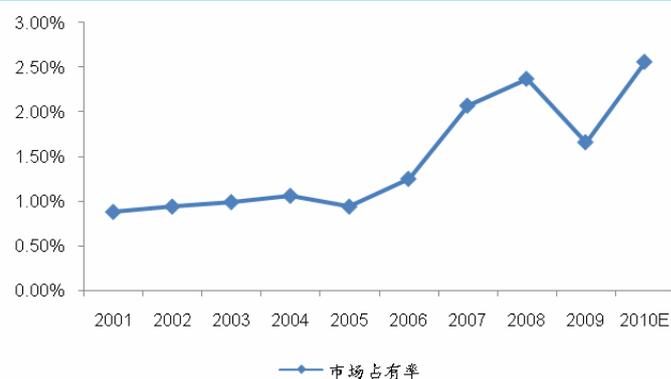


来源: 国金证券研究所

图表3: 各月销售面积

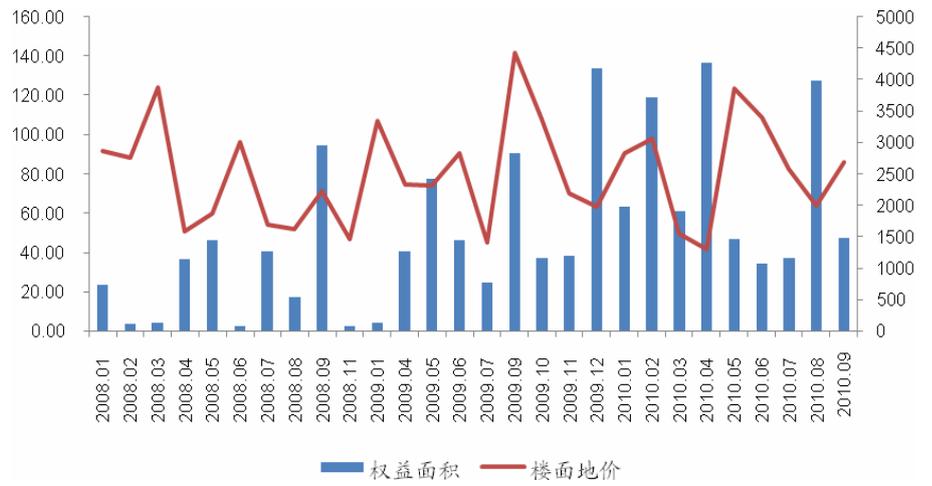


图表4: 各月销售均价



来源: 国金证券研究所

图表 5: 各月储备增加情况



图表5: 公司财务报表摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	35,527	40,992	48,881	52,639	69,299	75,924	货币资金	17,047	19,978	23,002	28,000	21,390	29,803
增长率		15.4%	19.2%	7.7%	31.6%	9.6%	应收款项	3,629	4,419	8,499	9,590	12,626	13,833
主营业务成本	-20,607	-25,005	-34,515	-32,345	-44,364	-48,355	存货	66,473	85,899	90,085	84,185	115,468	125,856
% 销售收入	58.0%	61.0%	70.6%	61.4%	64.0%	63.7%	其他流动资产	8,284	3,161	8,737	6,472	8,876	9,674
毛利	14,919	15,987	14,366	20,294	24,935	27,569	流动资产	95,433	113,456	130,323	128,247	158,360	179,165
% 销售收入	42.0%	39.0%	29.4%	38.6%	36.0%	36.3%	% 总资产	95.3%	95.2%	94.7%	95.5%	96.3%	96.7%
营业税金及附加	-4,116	-4,534	-3,603	-5,119	-6,269	-6,903	长期投资	3,205	2,852	3,957	3,958	3,957	3,957
% 销售收入	11.6%	11.1%	7.4%	9.7%	9.0%	9.1%	固定资产	846	1,454	1,949	2,000	1,986	1,970
营业费用	-1,195	-1,860	-1,514	-2,158	-2,079	-1,898	% 总资产	0.8%	1.2%	1.4%	1.5%	1.2%	1.1%
% 销售收入	3.4%	4.5%	3.1%	4.1%	3.0%	2.5%	无形资产	7	25	113	90	98	106
管理费用	-1,764	-1,531	-1,442	-1,842	-2,079	-1,518	非流动资产	4,662	5,780	7,285	6,050	6,044	6,036
% 销售收入	5.0%	3.7%	2.9%	3.5%	3.0%	2.0%	% 总资产	4.7%	4.8%	5.3%	4.5%	3.7%	3.3%
息税前利润 (EBIT)	7,845	8,061	7,808	11,175	14,508	17,249	资产总计	100,094	119,237	137,609	134,298	164,403	185,201
% 销售收入	22.1%	19.7%	16.0%	21.2%	20.9%	22.7%	短期借款	8,594	17,866	8,629	1,221	0	0
财务费用	-360	-657	-574	-1,102	-1,217	-1,375	应付款项	38,634	46,810	57,324	52,394	69,935	76,163
% 销售收入	1.0%	1.6%	1.2%	2.1%	1.8%	1.8%	其他流动负债	1,584	-81	2,140	2,249	2,823	3,035
资产减值损失	-19	-1,268	524	0	0	0	流动负债	48,812	64,595	68,093	55,865	72,758	79,198
公允价值变动收益	-22	19	2	0	0	0	长期贷款	16,362	9,174	17,503	20,503	23,503	26,503
投资收益	208	209	924	0	0	0	其他长期负债	1,001	6,648	6,605	5,794	5,794	5,794
% 税前利润	2.7%	3.3%	10.7%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	66,175	80,418	92,200	82,161	102,055	111,495
营业利润	7,653	6,365	8,685	10,073	13,291	15,874	普通股股东权益	29,279	31,892	37,376	43,100	50,937	59,870
营业利润率	21.5%	15.5%	17.8%	19.1%	19.2%	20.9%	少数股东权益	4,641	6,927	8,033	9,036	10,620	13,045
营业外收支	-11	-43	-68	0	3	3	负债股东权益合计	100,094	119,237	137,609	134,298	163,612	184,409
税前利润	7,642	6,322	8,617	10,073	13,294	15,877							
利润率	21.5%	15.4%	17.6%	19.1%	19.2%	20.9%	比率分析						
所得税	-2,324	-1,682	-2,187	-2,518	-3,323	-3,969		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
所得税率	30.4%	26.6%	25.4%	25.0%	25.0%	25.0%	每股指标						
净利润	5,318	4,640	6,430	7,554	9,970	11,908	每股收益	0.705	0.367	0.485	0.596	0.763	0.862
少数股东损益	473	607	1,100	1,004	1,584	2,425	每股净资产	4.261	2.901	3.399	3.920	4.633	5.445
归属于母公司的净利润	4,844	4,033	5,330	6,551	8,387	9,483	每股经营现金净流	-1.519	-0.003	0.842	0.993	-0.667	0.674
净利率	13.6%	9.8%	10.9%	12.4%	12.1%	12.5%	每股股利	0.150	0.100	0.050	0.050	0.050	0.050
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	16.55%	12.65%	14.26%	15.20%	16.46%	15.84%
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	总资产收益率	4.84%	3.38%	3.87%	4.88%	5.13%	5.14%
净利润	5,318	4,640	6,430	7,554	9,970	11,908	投入资本收益率	9.12%	8.16%	7.46%	10.52%	11.98%	12.30%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	129	1,374	-419	72	76	78	主营业务收入增长率	99.05%	15.38%	19.25%	7.69%	31.65%	9.56%
非经营收益	-196	-415	-163	1,582	1,228	1,382	EBIT增长率	118.31%	2.76%	-3.14%	43.12%	29.83%	18.89%
营运资金变动	-15,788	-4,757	2,868	1,704	-18,607	-5,953	净利润增长率	124.83%	-16.74%	32.15%	22.91%	28.03%	13.07%
经营活动现金净流	-10,538	842	8,716	10,913	-7,333	7,414	总资产增长率	106.35%	19.12%	15.41%	-2.41%	22.42%	12.65%
资本开支	-257	-210	-664	-102	-66	-67	资产管理能力						
投资	-405	-3,009	-4,224	-1	0	0	应收账款周转天数	6.3	8.0	6.1	6.5	6.5	6.5
其他	-3,942	375	697	0	0	0	存货周转天数	861.5	1,112.1	930.5	950.0	950.0	950.0
投资活动现金净流	-4,604	-2,844	-4,191	-103	-66	-67	应付账款周转天数	151.0	175.2	154.4	162.0	162.0	162.0
股权募资	11,950	473	829	0	0	0	固定资产周转天数	5.9	11.3	10.1	9.6	7.1	6.3
其他	-2,007	-3,058	-2,958	-1,397	-1,781	-1,935	偿债能力						
筹资活动现金净流	21,345	5,810	-3,038	-5,812	789	1,065	净负债/股东权益	23.32%	33.05%	19.65%	-0.93%	12.84%	3.42%
现金净流量	6,203	3,808	1,487	4,998	-6,610	8,412	EBIT利息保障倍数	21.8	12.3	13.6	10.1	11.9	12.5
							资产负债率	66.11%	67.44%	67.00%	61.18%	62.38%	60.46%

来源: 国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	1	7	13	31	39
买入	3	3	7	23	33
持有	0	0	0	1	2
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	1
评分	1.75	1.43	1.38	1.43	1.48

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-08-27	买入	10.52	N/A
2 2009-10-09	买入	10.78	11.90 ~ 13.30
3 2009-10-13	买入	10.82	N/A
4 2009-10-26	买入	12.24	N/A
5 2009-11-06	买入	11.88	N/A
6 2009-11-29	买入	11.08	N/A
7 2010-03-02	买入	9.47	N/A
8 2010-08-10	买入	7.96	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室