

房地产开发Ⅲ

署名人: 李少明

S0960200010015

010-63222931

lishaoming@cjis.cn

参与人: 周强

S0960110090090

010-63222547

zhouqiang@cjis.cn

6个月目标价: 12元

当前股价: 9.75元

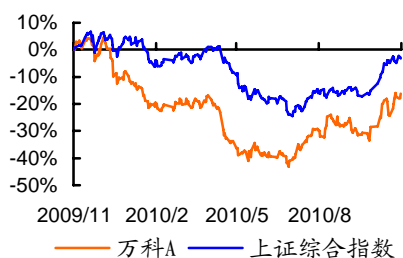
评级调整: 下调

基本资料

上证综合指数	3086.94
总股本(百万)	10995
流通股本(百万)	10971
流通市值(亿)	1070
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	2.63	18.33	32.21
上证综合指数	2.76	17.00	8.88



相关报告

《万科 A-业绩再次靓丽登场, 获取 10-11 年股权激励无悬念》2010-10-25
《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

000002

中性

超强的市场把控力, 业绩再超预期

公司公布 10 月销售数据: 实现销售面积 130.7 万平米, 同比增 114.9%, 环比增 15.1%; 销售金额 155.1 亿元, 同比增 137.3%, 环比增 9.2%; 单月销售均价 11867 元/平米, 同比涨 10.3%, 环比跌 5.1%。10 月新增项目: 3 个。

投资要点:

- 10月: 销售金额155亿又一次刷新9月142亿元记录, 尽管我们上月已预测公司四季度仍将加速推盘加快周转, 但10月销售业绩仍远超市场和我们的预期。10月销售金额超预期部分主要为9月尚余60亿元认购量在10月份收到签约款, 10月尚余30亿元认购量在后面体现, 全年实现1000亿销售额成定局。10月实现销售面积130.7万平米, 同比增长114.9%, 环比增长15.1%, 实现销售金额155.1亿元, 同比增长137.3%, 环比增长9.2%, 销售均价11867元/平米, 同比涨10.3%, 环比跌5.1%, 售价环比跌与公司“以量定价”快速销售直接相关。
- 1-10月: 1-10月累计销售面积731.7万平米, 同比增28%, 1-10月销售均价11878元/平米, 同比涨28.7%, 毛利率增长确定。累计销售金额869.3亿元, 同比增64.9%, 销售业绩远超行业水平; 前10月销售金额加上09年尚余的预收款共计1186亿元, 今明两年的业绩完全锁定。11-12月, 公司不会因此前优异业绩改变快速销售策略, 仍将加速销售, 2010年销售金额超千亿成定局。公司在调控中定价合理逆势加速销售再次体现出国内最优秀开发商超强的市场把控力。
- 10月: 在调控面前拿地谨慎、择优购买, 降低成本, 新增项目3个, 权益建面84万平米, 楼面地价1705元/平米。新增项目分布于北京、大连和乌鲁木齐, 地价款14.3亿元。首次进入新疆市场, 北京购得优质地块-朝阳东三环楼面地价36190元/平米, 周边楼价6万/平米。1-10月: 新增项目60个, 权益建面1460万平米, 楼面地价2356元/平米, 地价较09年降7.4%, 购地成本继续小幅回落。
- 3季末货币资金增加至314亿, 加上10月150多亿的销售回款, 资金实力进一步增强, 财务安全性持续大幅提高。足以应对二次调控和政府大量建设保障性住房可能带来行业调整周期延长的冲击。由于公司4季度结算收入中合作项目比重上升, 将分流一部分利润出去, 我们调低公司2010年EPS至0.65元, 维持11-12年EPS1.05和1.29元的预期。
- 公司仍是国内一线公司中业绩确定成本和财务风险控制最好的攻守兼备的最好品种。鉴于2011年上半年商品住宅供应集中释放的同时保障性住房的建设成倍增加, 预计在短期内将改变市场对住宅供需的预期, 公司的估值难以有超额收益, 我们下调公司评级至“中性”。
- 风险提示: 注意政策政策调控加强、调控时间超预期等带来的风险。

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	7148	11585	14147
同比(%)	32%	34%	62%	22%
毛利率(%)	29.4%	39.0%	39.0%	39.0%
ROE(%)	14.3%	16.4%	21.5%	21.3%
每股收益(元)	0.48	0.65	1.05	1.29
P/E	20.11	15.00	9.25	7.58
P/B	2.87	2.47	1.99	1.61
EV/EBITDA	13	13	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

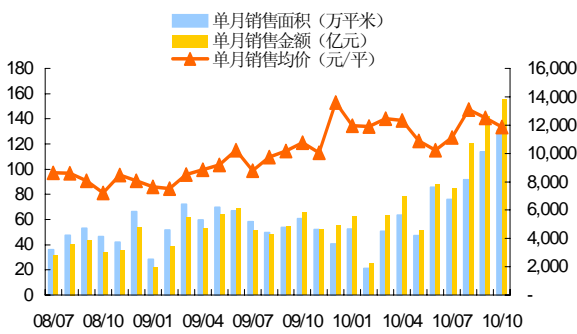


图 2: 万科单月销售均价与累计销售均价

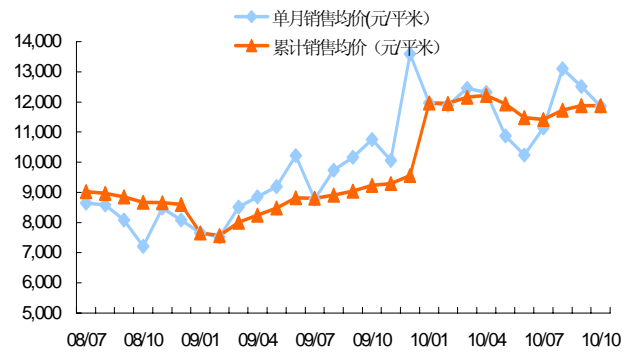


图 3: 万科单月销售均价各年同期比较

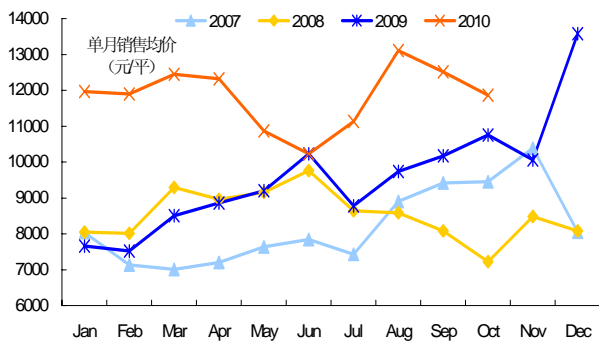


图 4: 万科累计销售均价各年同期比较

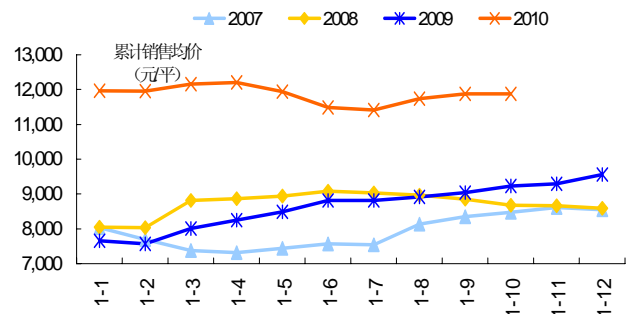


图 5: 万科单月销售面积各年同期比较

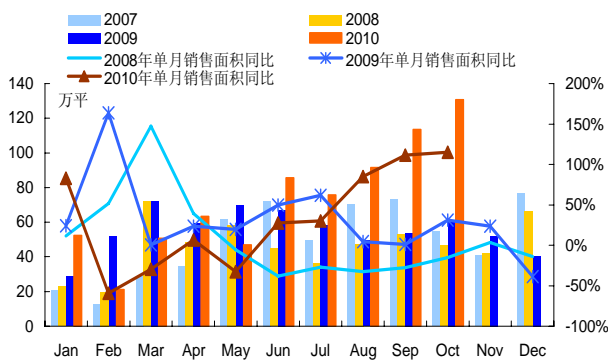


图 6: 万科单月销售金额各年同期比较

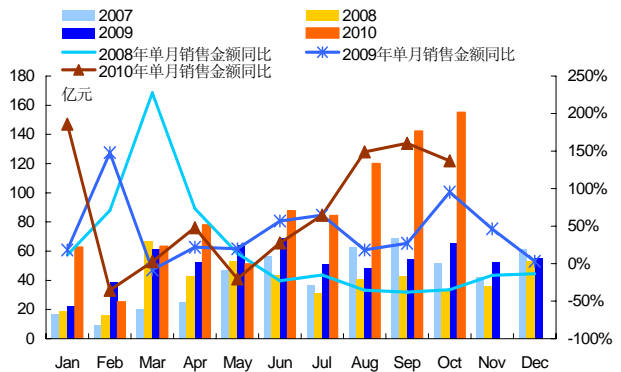


图 7: 万科累计销售面积各年同期比较

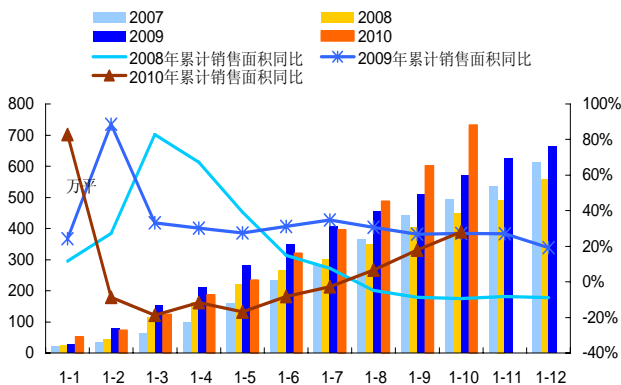
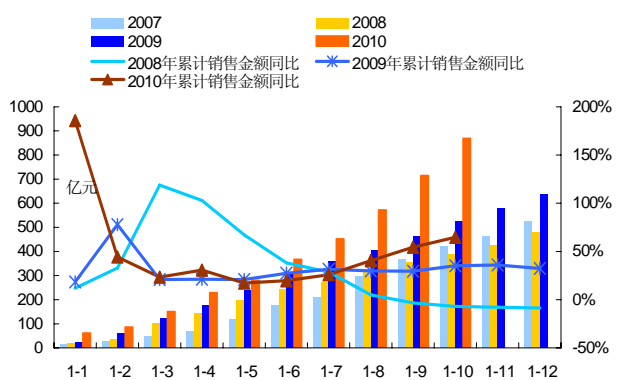


图 8: 万科累计销售金额各年同期比较



数据来源: 上市公司, 中投证券研究所

表 1: 公司 10 年 10 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)
1-9 月合计			808.2	1853.5	1375.8	329.7	2,396
1 乌鲁木齐鲤鱼山路项目	乌鲁木齐	100%	4.6	2.5	11.5	1.70	1,478
2 北京赢嘉大厦项目	北京	50%	0.5	6.3	1.6	5.70	36,190
3 大连普湾新区项目	大连	55%	75.7	1.7	70.8	6.90	975
10 月合计			84.6	166.1	97.0	23.3	1,705
1-10 月合计			808.2	1853.5	1375.8	329.7	2,356

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	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
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	179815	219498	240572
流动负债	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
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	126031	152837	158515
少数股东权益	8033	10306	12698	15619
股本	10995	10995	10995	10995
资本公积	8558	8558	8558	8558
留存收益	17546	23925	34410	46884
归属母公司股东权益	37376	43478	53963	66437
负债和股东权益	137609	179815	219498	240572

现金流量表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	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
投资活动现金流	-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
筹资活动现金流	-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
现金净增加额	2024	17733	-11678	-7324

单位: 百

利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	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
营业利润	8685	12629	18736	22880
营业外收入	71	0	0	0
营业外支出	138	0	0	0
利润总额	8617	12629	18736	22880
所得税	2187	3208	4759	5812
净利润	6430	9421	13977	17069
少数股东损益	1100	2273	2392	2921
归属母公司净利润	5330	7148	11585	14147
EBITDA	9364	9485	15311	19670
EPS (元)	0.48	0.65	1.05	1.29

主要财务比率				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
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%	34.1%	62.1%	22.1%
获利能力				
毛利率	29.4%	39.0%	39.0%	39.0%
净利率	10.9%	17.4%	17.6%	16.6%
ROE	14.3%	16.4%	21.5%	21.3%
ROIC	18.5%	20.7%	21.8%	21.1%
偿债能力				
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
营运能力				
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
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.48	0.65	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	3.95	4.91	6.04
估值比率				
P/E	20.11	15.00	9.25	7.58
P/B	2.87	2.47	1.99	1.61
EV/EBITDA	13	13	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

研究团队简介

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。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告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