

2011年1月6日

朱吉翔

C0044@capital.com.tw

目標價(元) 12.00 元

公司基本資訊

產業別	房地產
A 股價 (11/01/06)	8.84
深圳成份指數 (11/01/06)	12599.66
股價 12 個月高/低	10.26/6.68
總發行股數 (百萬)	10995.21
A 股數 (百萬)	9656.08
A 市值 (億元)	853.60
主要股東	華潤股份有限公司 (14.72%)
每股淨值 (元)	3.66
股價/帳面淨值	2.42
	一個月 三個月 一年
股價漲跌(%)	4.12 4.74 -13.84

近期評等

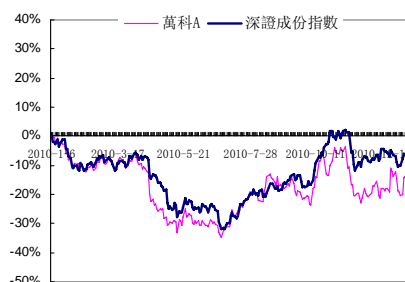
出刊日期	前日收盤	評等
------	------	----

產品組合

房地產	98.84%
其他	1.26%

機構投資者占流通 A 股比例

一般法人	17.93%
基金	14.24%
券商集合理財	0.05%
QFII	1.04%

股價相對大盤走勢

萬科 A(000002.SZ/200002.SZ)
Buy 買入
驚喜的 2010 年留給 2011 年足夠的想像空間
結論與建議：

公司在 2010 年房地產調控的背景下，銷售金額達到 1082 億元，創出了行業和公司新的記錄。龍頭企業逆市擴張的特徵異常明顯，我們認為公司在 2011 年乃至今後很長的時間內，公司業績增長都將處於行業最頂端的位置，基於對流動性依然充裕的判斷，我們認為公司在 2011 年銷售業績仍有超預期的可能。預計公司 2010、2011 年淨利潤 65.7 億元和 85.6 億元，YOY 增長 23.3% 和 30.2%，EPS 0.60 元和 0.78 元，A 股對應 2010 年、2011 年 PE14.9 倍和 11.4 倍，PB2.2 倍。給予買入的建議，B 股對應 2010 年、2011 年 PE14 倍和 10.8 倍，PB2.1 倍，同樣給予買入的投資建議。

- 公司 2010 年銷售金額增長 7 成。2010 年，公司累計實現銷售商品房面積 898 萬平方米，銷售金額 1082 億元，YOY 分別增長 35% 和 70.5%。而 2011 年前 11 個月全國房地產銷售面積和金額同比分別增長 9.8% 和 17.5%。公司在房地產調控如此嚴厲的時期卻創出了行業和公司歷史最佳的銷售業績，其經營管理成果反映的是公司規模優勢與品牌質量再上了一個層次，這種優勢未來將延續，預計 2011 年公司銷售業績仍將保持高速增長的態勢。
- 行業調控階段，龍頭企業市場份額提升是規律。我們研究發現國房景氣指數的走勢與萬科和保利地產的市占率走勢呈現負相關特徵，調控的持續將有利於行業結構的調整，有利於大企業發揮資金優勢、規模優勢與信貸優勢，客觀有利於大型房地產開發企業。我們預計對行業整體的調控在 2011 年乃至今後更長的時間內仍將延續，公司產品因質量與品牌優勢所獲得的溢價也將更加明顯。預計到 2014 年公司房地產銷售金額將突破 2500 億元，市場佔有率從目前的 2.2% 上升至 3.6%。
- 業績增長明確，股權激勵將刺激股價上升。預計 4 季度末公司預收賬款可達 970 億元，較年初增長超過 200%，而 2009 年公司營收尚不到 490 億元，豐富的已售但未結轉資源給予管理層非常大的業績釋放空間。配合公司推出的股權激勵計劃，我們認為未來股價將有較為明顯的漲幅。

..... 接續下頁

年度截止 12 月 31 日		2007	2008F	2009	2010F	2011F
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	4844.24	4033.17	5329.74	6573.51	8558.20
同比增減	%	117.11%	-16.74%	32.15%	23.34%	30.19%
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	0.730	0.367	0.485	0.598	0.778
同比增減	%	32.97%	-49.75%	32.15%	23.34%	30.19%
A 股市盈率(P/E)	X	12.2	24.3	18.4	14.9	11.4
B 股市盈率(P/E)		11.5	22.8	17.3	14.0	10.8
股利 (DPS)	RMB 元	0.1	0.05	0.05	0.1	0.1
股息率 (Yield)	%	1.12%	0.56%	0.56%	1.12%	1.12%

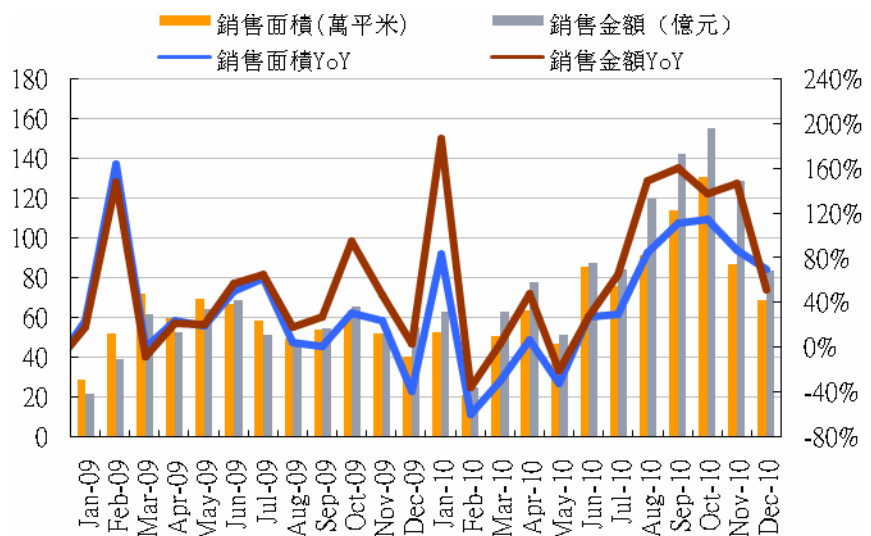
營運分析

2010年1-9月淨利YoY增長186%，對應EPS為0.61元

公司2010年銷售金額增長7成。2010年12月份實現銷售面積68.9萬平方米，YOY增長69.8%。實現銷售金額83.5億元，YOY增長51.3%。2010年，公司累計實現銷售商品房面積898萬平方米，銷售金額1082億元，YOY分別增長35%和70.5%。

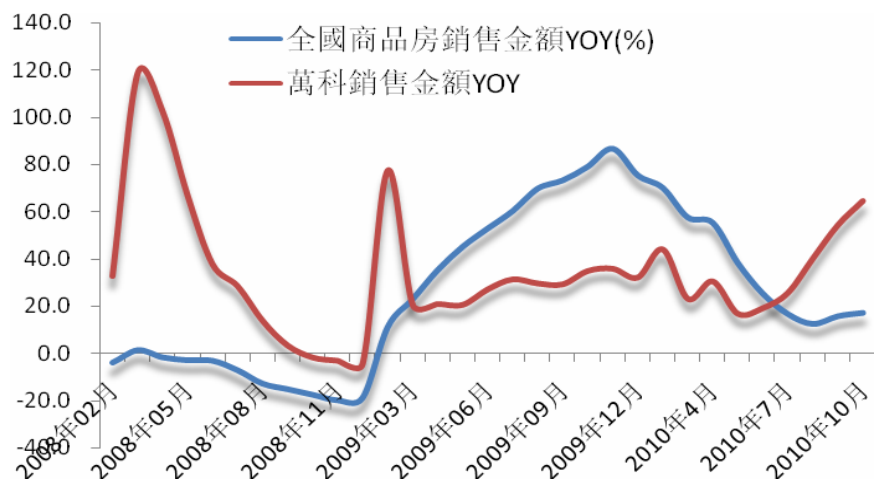
2010年前11個月，全國房地產銷售面積和金額的增速分別為9.8%和17.6%，而同期公司銷售面積和金額分別增長33%和72.3%。公司銷售情況明顯好於行業總體水準。公司在房地產調控如此嚴厲的時期卻創出了行業和公司歷史最佳的銷售業績，其經營管理成果反映的是公司規模優勢與品牌質量再上了一個層次，這種優勢未來有望延續，預計2011年公司銷售業績仍將保持高速增長的態勢。

圖1：萬科月度銷量數據及增速：（單位：萬平方米，億元）



資料來源：公司公告，群益證券

圖2：全國房地產銷售金額增速與萬科銷售金額增速



資料來源：國家統計局，公司公告

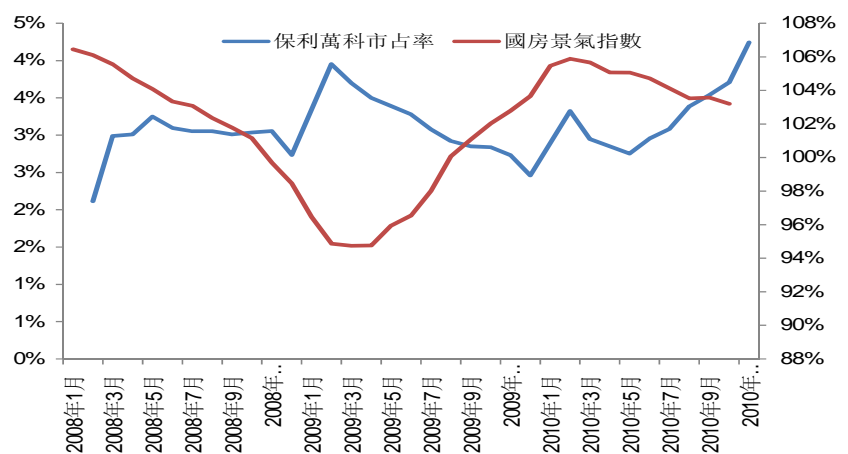
行業調控階段，龍頭企業市場份額提升是規律，萬科 2014 年銷售金額將達 2500 億元。

我們研究發現國房景氣指數的走勢與萬科和保利地產的市占率走勢呈現負相關特徵，調控的持續將有利於行業結構的調整，有利於大企業發揮資金優勢、規模優勢與信貸優勢，客觀有利於大型房地產開發企業。

從下圖 3 中我們可以看到，在 2008 年特別是下半年後，房地產行業受整體經濟的影響出現了銷售不暢，庫存升高的現象，國房景氣指數明顯下滑，而萬科和保利地產的市占率卻出現了上升。究其原因，是因為景氣下行階段，小型地產企業資金獲取難度提高，同時，消費者在充分的選擇面前更加傾向於有品牌與質量優勢的大企業產品；而在 2009 年的景氣上升過程中，房地產市場表現出了供不應求的局面，中小開發商與大企業一樣都享受到了景氣上行的益處，在此階段，雖然大企業的銷售情況依然良好，但集中度反而出現了一定程度的下滑；而到了 2010 年，特別是 4 月以後，房地產調控導致整體的銷售增速出現明顯的下降，部分城市成交量甚至跌幅達到 50%，房地產企業之間再次出現了分化，大企業的資金優勢、規模優勢能夠得到充分的發揮，銷售業績逆市上行。

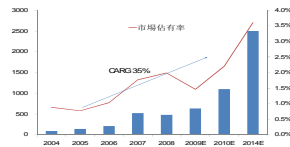
基於以上的邏輯，我們預計對行業整體的調控在 2011 年乃至今後更長的時間內仍將延續，萬科產品質量與品牌優勢也將更加明顯。預計到 2014 年公司房地產銷售金額將突破 2500 億元，市場佔有率從目前的 2.2% 上升至 3.6%。

圖 3：國房景氣指數與保利地產、萬科市占率走勢



資料來源：國家統計局，公司資料

圖 4：萬科歷年銷售情況與市占率 單位：億元



資料來源：公司資料，群益證券預測。

股權激勵將刺激股價上升

公司通過的 2010 年 A 股股票期權激勵計畫，擬向 851 名激勵對象授予總量 1.1 億份的股票期權，約占目前股本總額的 1%，行權價格 8.89 元/股。從基本行權條件來看，三個行權期全面攤薄的年淨資產收益率依次不低於 14%、14.5%和 15%，大致相當於三年複合增長超過 20%。

預計 4 季度末公司預收賬款可達 970 億元，較年初增長超過 200%，而 2009 年公司營收尚不到 490 億元，豐富的已售但未結轉資源給予管理層非常大的業績釋放空間。目前股價在僅行權價格附近，我們認為管理層將有足夠的動力在未來釋放業績以推升股價，目前偏低的股價給予了較好的買入機會。

盈利預測

預計公司 2010、2011 年淨利潤 65.7 億元和 85.6 億元，YOY 增長 23.3%和 30.2%，EPS0.60 元和 0.78 元，A 股對應 2010 年、2011 年 PE14.9 倍和 11.4 倍，PB2.2 倍。給予買入的建議，B 股對應 2010 年、2011 年 PE14 倍和 10.8 倍，PB2.1 倍，同樣給予買入的投資建議。

預期報酬(Expected Return; ER)為準，說明如下：

強力買入 StrongBuy (ER ≥ 30%)；買入 Buy (30% > ER ≥ 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

賣出 Sell (-30% < ER ≤ -10%)；強力賣出 Strong Sell (ER ≤ -30%)

附一：合并損益表

百萬元	2007	2008F	2009	2010E	2011E
營業收入	35527	40992	48881	53111	73481
經營成本	20607	25005	34515	33378	44858
營業稅金及附加	4116	4534	3603	5284	8443
銷售費用	1195	1860	1514	1800	2719
管理費用	1764	1531	1442	1835	2392
財務費用	360	657	574	1193	1760
資產減值損失	19	1268	-524	0	0
投資收益	208	209	924	962	1039
營業利潤	7653	6365	8685	10583	14350
營業外收入	31	57	71	115	120
營業外支出	43	100	138	76	79
利潤總額	7642	6322	8617	10622	14391
所得稅	2324	1682	2187	2656	3814
少數股東損益	473	607	1100	1393	2019
歸屬於母公司所有者的淨利潤	4844	4033	5330	6574	8558

附二：合并資產負債表

百萬元	2007	2008F	2009	2010E	2011E
貨幣資金	17047	19978	23002	24452	26453
應收賬款	865	923	714	31448	36517
存貨	66473	85899	90085	80144	88144
流動資產合計	95433	113456	130323	143845	156915
長期股權投資	2439	2486	3565	3742	3842
固定資產	575	1265	1356	1422	1461
在建工程	271	189	593	601	525
非流動資產合計	4662	5780	7285	8490	9795
資產總計	100094	119237	137609	152335	166710
流動負債合計	48774	64554	68058	79606	81606
非流動負債合計	17401	15864	24142	16529	17529
負債合計	66175	80418	92200	96135	99135
少數股東權益	4641	6927	8033	9426	11445
股東權益合計	33920	31892	37376	46773	56130
負債及股東權益合計	100094	119237	137609	152335	166710

附三：合并現金流量表

百萬元	2007	2008F	2009	2010E	2011E
經營活動產生的現金流量淨額	-10438	-34	9253	866	844
投資活動產生的現金流量淨額	-4604	-2844	-4191	-1255	-1905
籌資活動產生的現金流量淨額	21361	5866	-3029	2839	3062
現金及現金等價物淨增加額	6303	2932	2024	2450	2001

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券；@持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券；@。此份報告不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。