

房地产开发Ⅲ

李少明 首席分析师

010-66276931

lishaoming@cjis.cn

万丽

010-66276963

Wanli1@cjis.cn

6-12个月目标价: 14.5元

当前股价: 10.69元

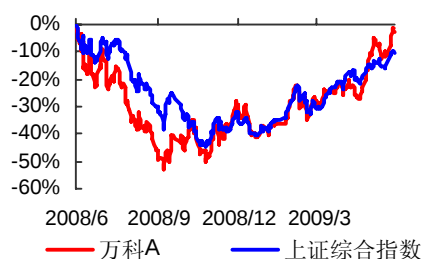
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2,753.9
总股本(百万)	109.95
流通股本(百万)	93.90
流通市值(亿)	1003.8
EPS (TTM)	0.3714
每股净资产(元)	2.97
资产负债率	68.17%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
万科A	21.48	35.32	49.30
上证综合指数	7.58	25.28	37.59



相关报告

《万科 A-市场对楼市消费预期的改变提升万科的估值》2009-5-7

《万科 A-3月销售均价有企稳迹象,销售业绩有望再创新高》2009-4-8

《万科 A-积极应对行业调整, 09 年增长仍有保障》2009-3-10

《万科 A-2月销售同比环比大幅增长, 均价下降幅度收窄》2009-3-10

万科 A

000002

强烈推荐

5月销售持续增长, 大举拿地迎接行业增长

09年5月份公司实现销售面积69.7万平, 销售金额64.1亿元, 同比分别增长19.3%和19.7%。09年1-5月份, 公司累计销售面积281.7万平, 销售金额238.9亿元, 同比分别增长27.4%和20.9%。自09年2月以来新增加项目6个。

投资要点:

- **5月公司销售量同比环比稳步增长, 均价环比回升显著。**09年5月公司实现销售面积69.7万平方米, 销售金额64.1亿元, 同比分别增长19.3%和19.7%, 环比分别增长17.1%和21.6%。09年5月销售均价为9197元/平米, 同比微升0.4%, 环比上升3.8%, 自08年下半年以来均价首次突破9000元/平米。
- **1-5月累计销售额占08年全年的50%。**09年1-5月公司累计实现销售面积281.7万平, 销售金额238.9亿元, 同比分别增长27.4%和20.9%。09年1-5月的销售面积是08年的51%, 销售金额是08年的50%。09年1-5月的销售均价为8484元/平, 同比下降5.1%, 同比降幅逐步收窄, 均价呈上升趋势。
- **09年年初以来的销售市场逆转, 带动近期土地市场回暖, 此前我们预计09年1季度房地产投资增速见底回升, 行业反转, 当前正是拿地时机。**正如我们在万科4月销售月报点评中所分析的, 公司偿债压力较小, 销售回款加速, 获取新项目具有显著资金优势, 公司将增加大量土地储备。公司5月月报印证了此前我们的判断。公司5月拿地迅速, 在行业整合中新获不少。5月公司增加了6个项目, 其中4个项目通过合作方式拿地, 全部新增项目权益建面117.7万平, 平均楼面地价1965元/平米, 低于公司08年平均土地成本2003元/平。在公司09年1月新增广州大坦沙项目后, 2-4月无新增项目, 5月新增6个项目, 这6个项目分别位于无锡、佛山、沈阳和青岛, 其中佛山地块被称为“今年佛山最优质、最高底价”的一幅商住用地, 虽然相比底价溢价近50%, 但与当地经济和周边物业相比仍属较低, 再次突示公司在行业内整合能力与竞争优势。
- **维持公司09、10年EPS分别为0.58、0.75元的盈利预测, 维持6-12个月目标价14.5元/股的估值与“强烈推荐”的评级。**

风险提示:

- 行业调整时间可能延长, 行业调整幅度可能超预期等风险。

主要财务指标

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	40992	53289	69276	83131
同比(%)	15%	30%	30%	20%
归属母公司净利润(百万元)	4033	6402	8213	11346
同比(%)	-17%	59%	28%	38%
毛利率(%)	39.0%	33.0%	33.0%	35.0%
ROE(%)	12.6%	17.1%	18.3%	20.6%
每股收益(元)	0.37	0.58	0.75	1.03
P/E	29.14	18.36	14.31	10.36
P/B	3.69	3.14	2.62	2.13
EV/EBITDA	19	14	11	8

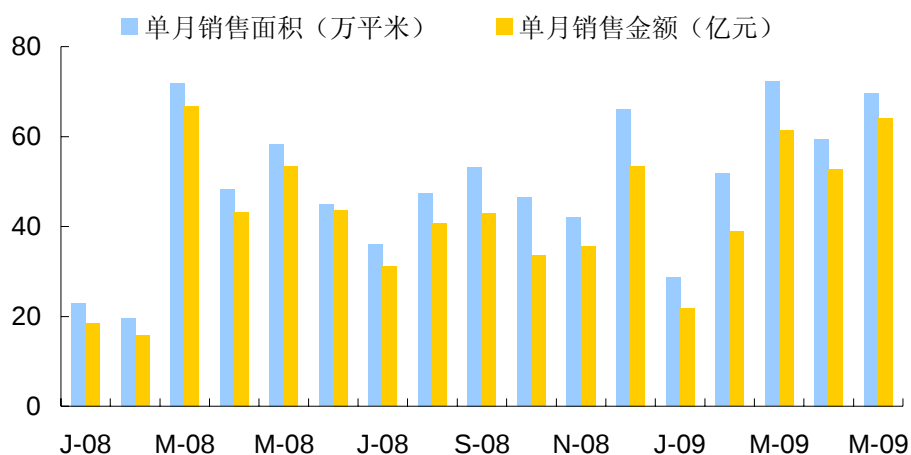
资料来源: 中投证券研究所

表 1: 公司 5 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 金色家园南地块	无锡市新区	55%	10.2	30.7	16.9	3.06	1,812
2 桂城半岛路项目	佛山市南海区	55%	22.10	57.50	31.63	7.62	2,409
3 铁西胶管厂地块	沈阳市铁西区	100%	2.70	11.00	11.00	1.22	1,109
4 五里河地块	沈阳市东陵区	55%	8.32	29.12	16.02	3.85	2,404
5 双山南山地块	青岛市市北区	100%	6.80	20.44	20.44	3.58	1,751
6 308 国道以北地块	青岛市四方区	55%	15.46	39.58	21.77	3.81	1,750
合计			65.6	188.3	117.7	23.1	1,965

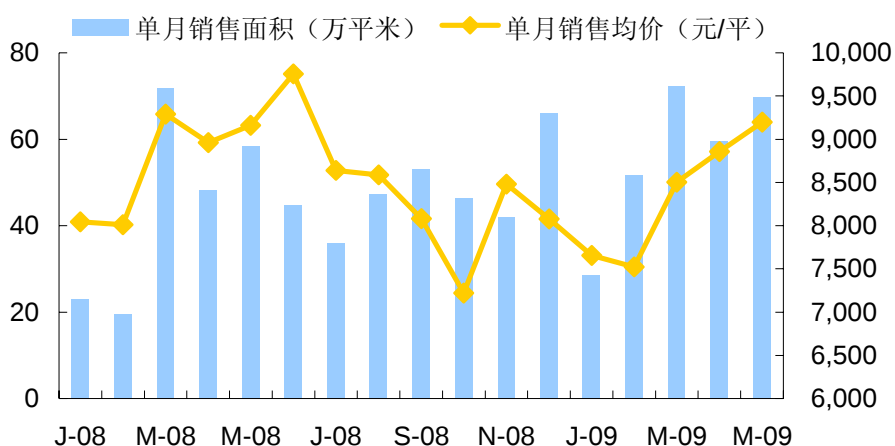
数据来源: 上市公司, 中投证券研究所

图 2: 单月销售面积与销售金额



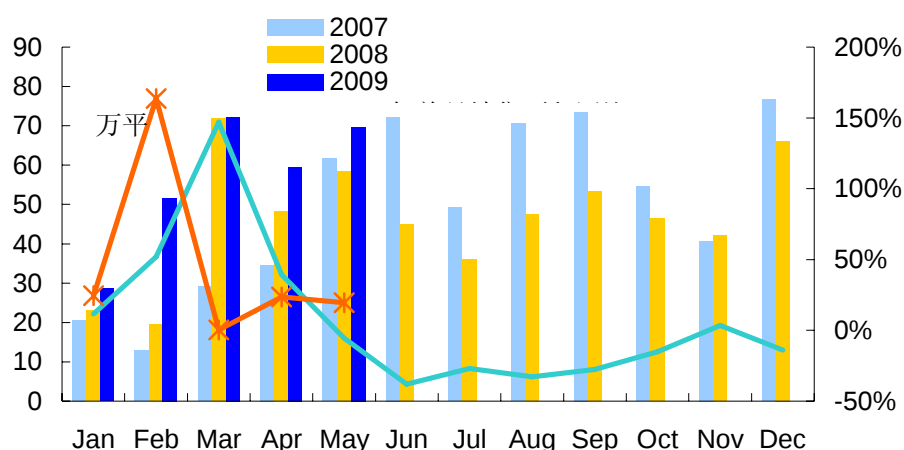
数据来源: 上市公司, 中投证券研究所

图 3: 单月销售面积和销售均价



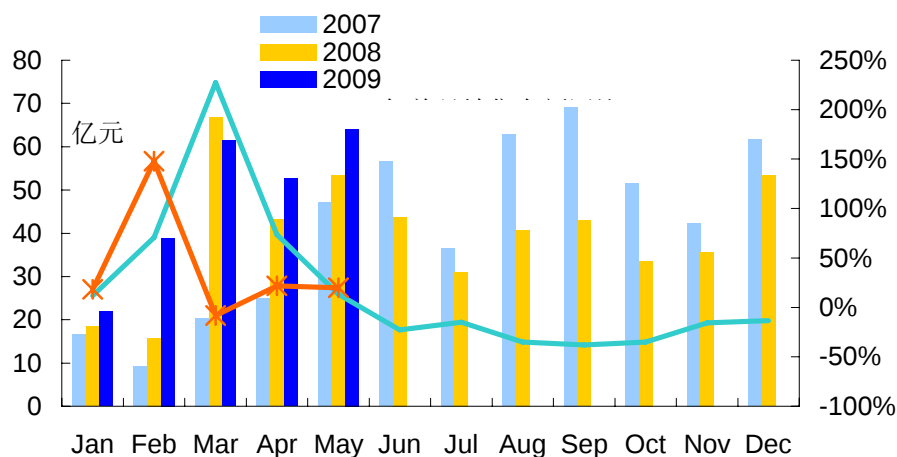
数据来源: 上市公司, 中投证券研究所

图 4: 单月销售面积各年同期比较



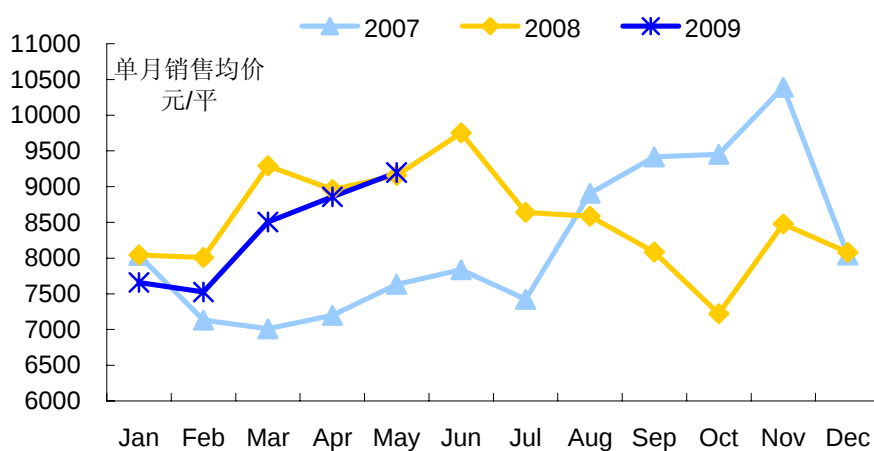
数据来源: 上市公司, 中投证券研究所

图 5: 单月销售金额各年同期比较



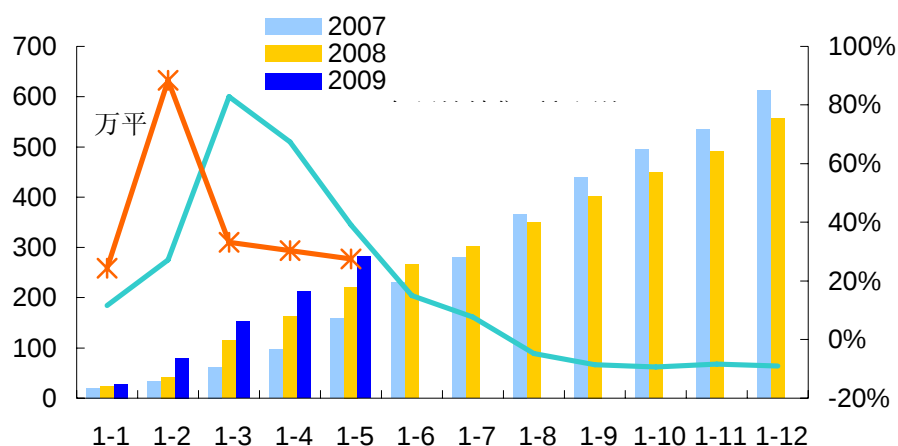
数据来源: 上市公司, 中投证券研究所

图 6: 单月销售均价各年同期比较



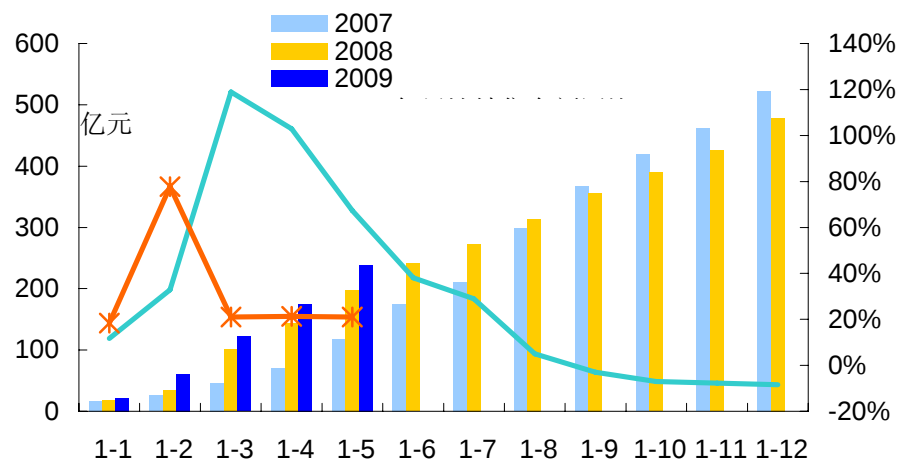
数据来源: 上市公司, 中投证券研究所

图 7: 累计销售面积各年同期比较



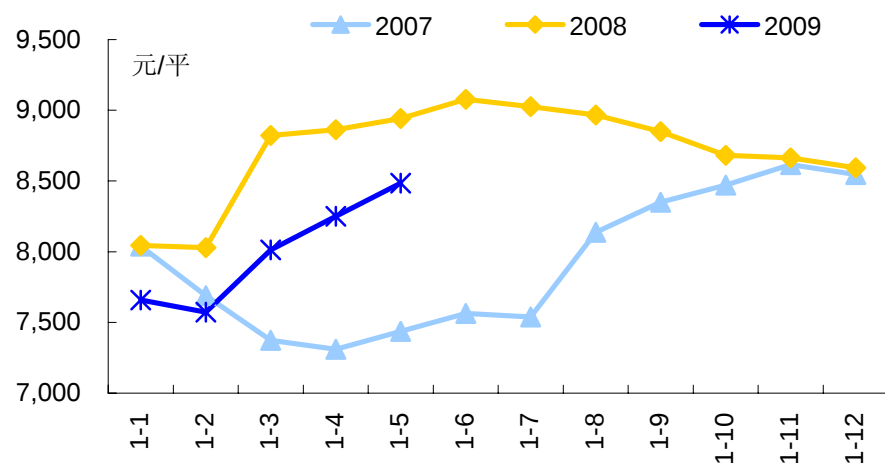
数据来源: 上市公司, 中投证券研究所

图 8: 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

图 9: 销售均价各年同期比较



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	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	113456	117740	135536	162589
现金	19978	19978	19978	19978
应收账款	923	1200	1559	1871
其它应收款	3496	4545	5908	7090
预付账款	3161	4284	5570	6484
存货	85899	87732	102519	127163
其他	0	0	1	2
非流动资产	5780	4486	4321	4152
长期投资	2486	2486	2486	2486
固定资产	1265	1197	1073	921
无形资产	0	0	0	0
其他	2029	803	762	745
资产总计	119237	122225	139857	166741
流动负债	64554	67505	76546	91546
短期借款	4602	10958	8097	12237
应付账款	12896	18414	23938	27868
其他	23946	28243	34638	41566
非流动负债	15864	9354	9361	9360
长期借款	9174	2674	2674	2674
其他	6690	6680	6687	6685
负债合计	80418	76859	85907	100906
少数股东权益	6927	7881	9104	10744
股本	10995	10995	10995	10995
资本公积	7853	7853	7853	7853
留存收益	12766	18618	25958	36185
归属母公司股东权益	31892	37486	44845	55091
负债和股东权益	119237	122225	139857	166741

现金流量表				
单位: 百				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	-34	13245	2748	-4322
净利润	4640	7356	9436	12986
折旧摊销	106	174	183	187
财务费用	657	-817	-789	-1105
投资损失	-209	-209	-209	-209
营运资金变动	-4757	5481	-6169	-16603
其它	-470	1261	296	422
投资活动现金流	-2844	-124	197	197
资本支出	215	0	0	0
长期投资	-326	321	0	0
其他	-2955	198	197	197
筹资活动现金流	5866	-13121	-2945	4125
短期借款	3497	6356	-2861	4139
长期借款	-7188	-6500	0	0
普通股增加	4123	0	0	0
资本公积增加	-4977	0	0	0
其他	10411	-12977	-84	-14
现金净增加额	2932	0	0	0

利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	40992	53289	69276	83131
营业成本	25005	35704	46415	54035
营业税金及附加	4534	4263	5542	6651
营业费用	1860	2398	3117	3741
管理费用	1531	1988	2425	2910
财务费用	657	-817	-789	-1105
资产减值损失	1268	0	0	0
公允价值变动收益	19	19	19	19
投资净收益	209	209	209	209
营业利润	6365	9983	12794	17129
营业外收入	57	57	57	57
营业外支出	100	100	100	100
利润总额	6322	9940	12752	17086
所得税	1682	2584	3315	4101
净利润	4640	7356	9436	12986
少数股东损益	607	954	1224	1640
归属母公司净利润	4033	6402	8213	11346
EBITDA	7128	9339	12189	16211
EPS (元)	0.37	0.58	0.75	1.03

主要财务比率				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	15.4%	30.0%	30.0%	20.0%
营业利润	-16.8%	56.8%	28.2%	33.9%
归属于母公司净利润	-16.7%	58.7%	28.3%	38.2%
获利能力				
毛利率	39.0%	33.0%	33.0%	35.0%
净利率	9.8%	12.0%	11.9%	13.6%
ROE	12.6%	17.1%	18.3%	20.6%
ROIC	14.5%	21.4%	24.8%	24.8%
偿债能力				
资产负债率	67.4%	62.9%	61.4%	60.5%
净负债比率				
流动比率	1.76	1.74	1.77	1.78
速动比率	0.41	0.43	0.41	0.37
营运能力				
总资产周转率	0.37	0.44	0.53	0.54
应收账款周转率	45	49	49	48
应付账款周转率	2.08	2.28	2.19	2.09
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.37	0.58	0.75	1.03
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.00	1.20	0.25	-0.39
每股净资产(最新摊薄)	2.90	3.41	4.08	5.01
估值比率				
P/E	29.14	18.36	14.31	10.36
P/B	3.69	3.14	2.62	2.13
EV/EBITDA	19	14	11	8
	17	13	10	7

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

请务必阅读正文之后的免责条款部分

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, 12 年证券研究从业经验。

万 丽: 中投证券房地产行业研究员, 中国人民银行研究生部金融学硕士, 2008 年 4 月加入公司。

主要覆盖公司: 万科、保利地产、招商地产、泛海建设、金融街、华发股份、苏宁环球、世茂股份、中华企业、冠城大通、香江控股、广宇发展、沙河地产、首开股份、胜利股份

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	北京	上海
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	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	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