

2009-07-06

房地产开发

万科 A 000002.SZ

维持

增持

当前价格	14.28 元
目标价格	18.00 元
目标期限	12 个月

分析师:

赵强

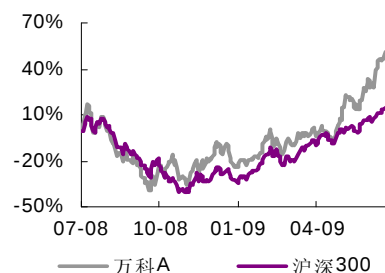
021-22169113

zhaoqiang@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	10,995
总市值(百万元)	273,781
流通比例(%)	85.40%
12 个月最高/最低(元)	14.39/4.80
近 3 月日均成交量(百万股)	179.76
主要股东	华润股份有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	21.02	36.04	40.40
绝对收益	34.21	65.48	61.75

相关报告:

盈利增长难度大	2009-03-10
高增长难以持续	2008-08-05

上调全年结算收入和盈利预测

- ◇ 报告起因: 万科公布了 6 月份销售数据
- ◇ 潜在催化因素: 全国房价涨幅超出预期

◆ 6 月份销售数据点评

万科(000002)6月份销售面积为67.1万平方米、销售金额为68.6亿元,与上个月相比,则分别下降4%和增长7%。我们认为,万科单月销售数据难以继续大幅增长,既与市场逐步进入销售淡季、买家观望心态上升有关,也与供应方面的因素有关。由于08年新开工停止增长并反而下降30%左右之后,可供销售面积的增长幅度已经很有限,最近两个月的销售量已经触及短期供应的极限。另一方面,我们注意到,万科单月销售均价已经连续五个月上涨,而且6月份的环比涨幅达到了11.2%,比5月份的3.8%又有大幅提升。不过,上半年万科的累计销售均价为8819元/平方米,比去年全年略升约2.6%,房价上涨的好处要到下半年才会明显显现出来。

◆ 上调全年结算收入及盈利预测

今年上半年,万科累计实现销售面积349万平方米,销售金额为308亿元,比去年同期增长31%和27%,但同比增幅明显低于同行,这提示万科依赖规模扩张推动业绩增长的阶段已经暂告一段落。去年底,万科的已售面积为346万平方米,已售未结金额达273亿。若加上上半年的销售,在手的可结面积近695万平方米、可结收入接近580亿。这两个数据分别相当于去年全年结算面积和收入的154%和143%。基于良好的销售数据,我们决定将万科全年的收入和净利润预测分别上调13%和28%至506亿和56亿元,调整预测后每股收益为0.51元。

◆ 维持“增持”,但非首选

展望未来,我们仍然认为,万科的股价有能力跑赢大盘,但未必是行业中的首选。首先,从土地储备来看,万科的未竣工面积为3206万平方米,大约相当于今年预测结算面积的5.6倍,明显低于保利、招商和金地;万科在一线城市的土地占比为25%,而其他几家约为30%;其次,从估值的角度,万科当前的市净率为4.8倍,而保金招的市净率分别是6.9、4.3和4.3。除了保利享受了高成长溢价以外,万科的市净率与金地、招商相差无几,而后者在土地储备的仓位和未来业绩的增幅上都要略好些。

业绩预测和估值指标

指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	17,848	35,527	40,992	50,600	55,700
营业收入增长率	69.0%	99.1%	15.0%	23.4%	-98.9%
净利润(百万元)	2,155	4,844	4,044	5,568	7,319
净利润增长率	59.6%	124.8%	-17.0%	37.7%	31.4%
EPS(元)	0.49	0.7	0.37	0.51	0.67
ROE	13.2%	15.7%	13.3%	14.7%	16.1%
P/E	29	20	39	28	21
P/B	2	2	4.8	4.1	3.4
EV/EBITDA	31	21	14	11	9

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系,并且继续寻求发展这些关系。因此,投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突,不应视本报告为投资决策的唯一因素。

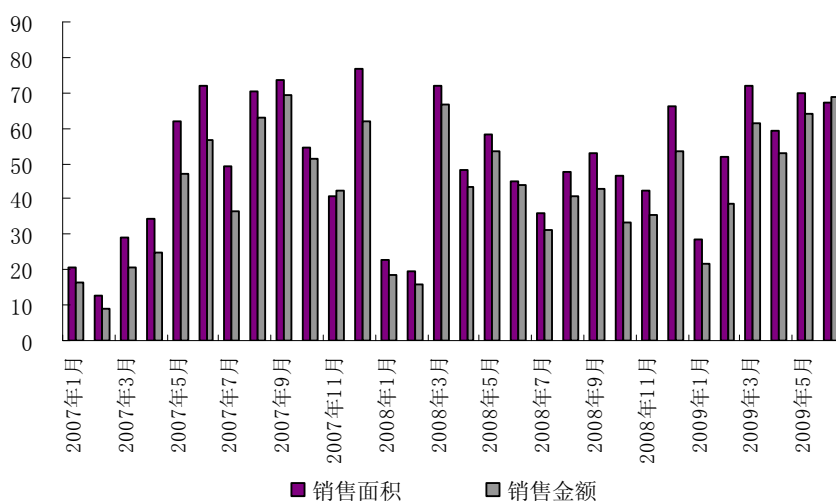
敬请参阅最后一页之重要声明。

6 月份销售数据点评

万科（000002）披露了 6 月份销售数据：当月销售面积为 67.1 万平米、销售金额为 68.6 亿元，同比分别增长 49.9%和 57.1%。但是，若与上个月相比，则分别下降 4%和增长 7%。

我们认为，万科单月销售数据难以继续大幅增长，既与市场逐步进入销售淡季、买家观望心态上升有关，也与供应方面的因素有关。观察最近两年的月度销售数据，万科单月最高 76 万平米的销售面积纪录出现在 07 年的 12 月，其后虽有个别月份超过 70 万平米，接近此纪录，但从未逾越。这提示，由于 08 年新开工停止增长并反而下降 30%左右之后，可供销售面积的增长幅度已经很有限，最近两个月的销售量已经触及短期供应的极限了。

图 1、万科的月度销售业绩

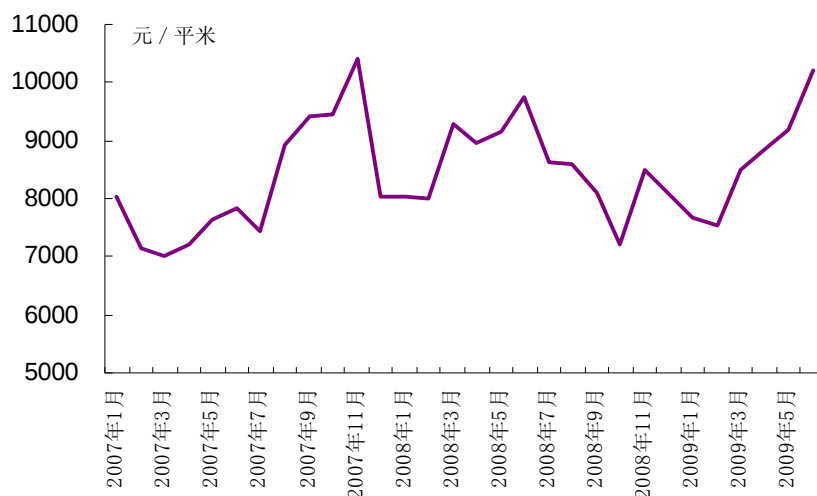


资料来源：光大证券研究所

另一方面，我们注意到，万科单月销售均价已经连续五个月上涨，而且 6 月份的环比涨幅达到了 11.2%，比 5 月份的 3.8%又有大幅提升。从今年以来的各月销售均价看，大幅提升分别发生在 3 月份和 6 月份，这基本与楼市的表现相符。值得注意的是，万科 6 月份的销售单价与 07 年 11 月的历史最高价已经只有咫尺之遥。不过，上半年万科的累计销售均价为 8819 元/平米，比去年全年略升约 2.6%，房价上涨的好处要下半

年才会明显显现出来。

图 2、万科的单月住宅销售均价



资料来源：光大证券研究所

上调全年结算收入及盈利预测

今年上半年，万科累计实现销售面积 349 万平米，销售金额为 308 亿元，比去年同期增长 31%和 27%，但同比增幅明显低于同行，这提示万科依赖规模扩张推动业绩增长的阶段已经暂告一段落。

去年底，万科的已售面积为 346 万平米，已售未结金额达 273 亿。若加上上半年的销售，在手的可结面积近 695 万平米、可结收入接近 580 亿。这两个数据分别相当于去年全年结算面积和收入的 154%和 143%。

基于良好的销售数据，我们决定将万科全年的收入和净利润预测分别上调 13%和 28%至 506 亿和 56 亿元，调整预测后每股收益为 0.51 元。

维持“增持”，但非首选

今年上半年，万科的 A 股股价的涨幅为 97.7%，优于沪深 300 指数 74.2% 的表现，但显著跑输万得房地产指数（119.4%）和新华富时房产（123.1%），符合我们年初的判断。但是，最近两个月，受到“追落后”资金的推动，万科的股价连续跑赢大盘和行业指数。

展望未来，我们仍然认为，万科的股价有能力跑赢大盘，但未必是行业中的首选。首先，从土地储备来看，截止去年底，万科的未竣工面积为 3206 万平米（权益未竣工面积为 2540 万平米），大约相当于今年预测结

算面积的 5.6 倍，明显低于保利、招商和金地；从土地储备的结构来看，万科在一线城市的土地占比为 25%（北京 3%、上海 9%、深圳 9%、广州 3%），而其他几家全国性开发商的占比约为 30%，显然万科在城市布局上也没有优势；其次，从估值的角度，万科 09 年的预测市盈率为 28 倍，由于规模扩张放慢，未来的盈利增速显然比不上其他三家；从市净率的角度看，万科当前的市净率为 4.8 倍，而保金招的市净率分别是 6.9、4.3 和 4.3。除了保利享受了高成长溢价以外，万科的市净率与金地、招商相差无几，而后者在土地储备的仓位和未来业绩的增幅上都要略好一些。因此，我们维持对万科“增持”的评级，但推荐顺序排在业绩增速更高、核心城市土地拥有量更高的保利地产和招商地产之后。

表 3、房地产行业重点公司的盈利预测及估值

证券	公司	股价	总市值	流通市值	EPS			PE			BVPS	PB	NAV	折溢价率	投资评级	
代码	名称	2009-7-4	亿元	亿元	08A	09F	10F	08A	09F	10F	元/股		元/股		上次	本次
住宅开发																
000002	万科 A	14.28	1570	1341	0.37	0.51	0.67	38.9	28.2	21.4	2.97	4.8	7.17	99%	增持	增持
600048	保利地产	30.51	973	496	0.70	0.93	1.67	43.4	33.0	18.3	4.42	6.9	14.44	111%	买入	买入
600383	金地集团	18.41	402	393	0.39	0.50	0.60	47.8	36.5	30.5	4.29	4.3	8.28	122%	增持	增持
000718	苏宁环球	16.00	272	147	0.31	0.50	0.70	52.4	32.1	22.9	1.21	13.3	7.43	115%	增持	增持
002244	滨江集团	18.10	245	53	0.45	0.52	0.73	40.5	35.0	24.8	2.15	8.4	7.90	129%	买入	买入
000667	名流置业	8.06	109	109	0.23	0.21	0.35	34.4	38.4	23.3	3.49	2.3	6.98	15%	无	增持
600533	栖霞建设	8.25	87	87	0.18	0.30	0.85	46.1	27.1	9.7	2.49	3.3	4.05	104%	增持	增持
000616	亿城股份	8.35	75	61	0.30	0.38	0.42	27.8	21.9	19.8	2.81	3.0	5.38	55%	增持	买入
002133	广宇集团	10.30	51	26	0.24	0.26	0.31	43.6	39.5	32.9	2.24	4.6	4.58	125%	增持	增持
平均								41.7	32.4	22.6		5.7		97%		
综合经营																
000024	招商地产	37.35	641	241	0.71	0.90	1.07	52.2	41.5	34.8	8.75	4.3	17.99	108%	增持	买入
600208	新潮中宝	13.76	388	98	0.30	0.41	0.56	46.2	33.8	24.5	1.63	8.5	7.68	79%	增持	买入
601588	北辰实业	6.91	233	104	0.13	0.23	0.27	51.8	30.3	25.3	2.60	2.7	7.32	-6%	增持	增持
600675	中华企业	18.84	205	141	0.43	0.60	0.74	44.2	31.4	25.4	3.09	6.1	11.34	66%	买入	买入
600246	万通地产	12.22	124	60	0.52	0.58	0.81	23.5	21.2	15.0	2.70	4.5	7.57	62%	中性	中性
000926	福星股份	11.22	79	59	0.47	0.50	0.62	24.0	22.4	18.1	5.19	2.2	11.90	-6%	无	买入
000608	阳光股份	10.75	58	41	0.05	0.32	0.49	203.3	33.3	21.8	3.39	3.2	8.12	32%	增持	增持
平均								63.6	30.6	23.6		4.5		48%		
商业地产																
600663	陆家嘴	27.24	509	370	0.47	0.60	0.66	57.8	45.4	41.5	4.59	5.9	19.62	39%	中性	中性
000402	金融街	14.81	367	355	0.42	0.53	0.64	35.4	27.8	23.2	5.93	2.5	15.5	-4%	增持	增持
600639	浦东金桥	16.20	137	97	0.33	0.43	0.44	49.3	37.9	36.9	3.82	4.2	15.4	5%	增持	增持
600007	中国国贸	12.34	124	99	0.35	0.48	0.57	35.1	25.9	21.6	4.27	2.9	14.7	-16%	增持	增持
平均								44.4	34.3	30.8		3.9	16.3	6%		

资料来源：光大证券研究所

分析师介绍

赵强：复旦大学工商管理硕士、中国注册会计师、中国注册资产评估师。拥有 10 年证券研究经验，曾任京华山一上海研究部主管，2001 年加入光大证券，历任房地产行业分析师、行业公司部副经理、经理。2008 年，带领研究团队同时获得《新财富》和《证券市场周刊》评选的房地产行业最佳卖方分析师称号。

翁非玉：管理学硕士，曾任中国银行上海分行住房信贷客户经理、中远三林置业集团投资发展部、江苏新城股份投资发展部高级经理。2007 年加入光大证券，任房地产行业分析师。

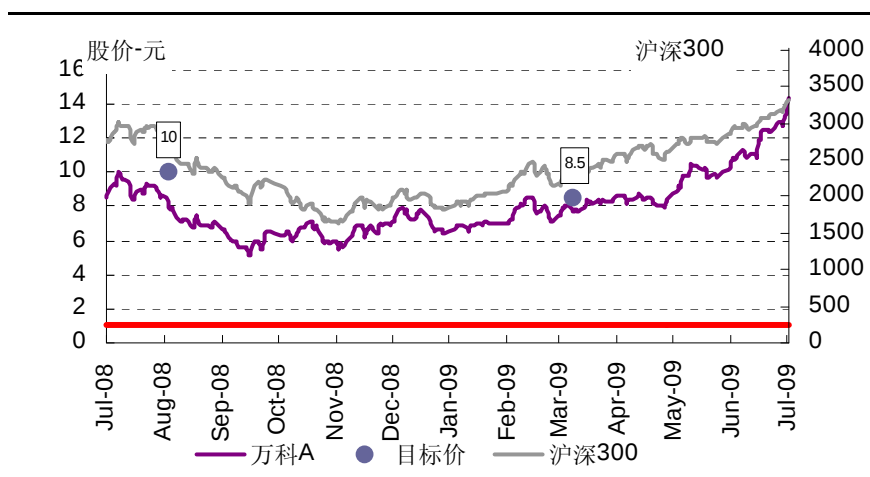
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

万科A（000002）

分析师：赵强



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标	评级
2007-06-15	19.10	-	买入
2007-07-17	22.62	28.00	买入
2007-08-28	34.79	41.30	买入
2007-10-30	30.60	54.00	买入
2007-12-04	32.92	54.00	买入
2008-01-08	29.88	45.00	增持
2008-03-21	24.90	32.00	增持
2008-05-07	25.16	32.00	增持
2008-08-05	8.65	10.00	增持
2009-03-10	7.89	8.50	增持

买入 — 增持 — 中性 —
减持 — 卖出 —

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，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。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebscn.com
上海				
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebscn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebscn.com
深圳				
	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。