

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: 22.5元

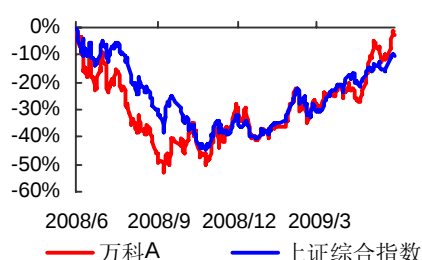
当前股价: 14.42元
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	3080.77
总股本(百万)	10995
流通股本(百万)	10705
流通市值(亿)	1544
EPS (TTM)	0.37
每股净资产(元)	3.53
资产负债率	67.4%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
万科A	29.44	76.90	109.9
上证综合指数	11.29	31.24	64.03



相关报告

《万科A-5月销售持续增长,大举拿地迎接行业增长》2009-6-8
《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

000002

强烈推荐

6月销售均价显著上升,有充裕资金增加储备

公司公布了09年6月的销售数据。6月份实现销售面积67.1万平方米,销售金额68.6亿元,同比增长49.9%和57%。1-6月份累计销售面积349万平米/销售面积307.6亿元,同比增长31.2%和27.5%。新增项目8个,权益面积200万平米。

投资要点:

- 6月销售平稳,均价同比、环比显著上升。6月公司实现销售面积67.1万平,销售金额68.6亿元,同比分别增长49.9%和57%,成交面积环比下降3.7%,成交金额环比增长7%。09年6月销售均价为10224元/平,同比上升4.8%,环比上升11.2%,公司自07年以来除07年11月以外,单月销售均价再一次突破10000元/平。
- 1-6月累计销售金额是08年全年的64%,根据往年万科销售集中于下半年以及上半年销控的情况来看,公司下半年的销售额超过上半年可能性极大,全年销售额有望超过600亿元,将超过我们年初500亿元的预测。1-6月公司累计实现销售面积348.8万平,销售金额307.6亿元,同比增长31.2%和27.5%。1-6月销售金额是08年全年的64%。09年1-6月的销售均价为8819元/平,同比下降2.9%。
- 上半年拿地331万平米,土地成本仍然低廉,与08年拿地成本持平。公司6月新增8个地块,分别位于厦门、福州、佛山、重庆、上海和鞍山,权益建面200万平米,地价47亿元,平均楼面地价2353元/平。除上海项目采用合作方式外,其他7个项目公司均单独获取,与5月相比,公司拿地态度更为积极。公司上半年已新增15个项目,权益建筑面积合计331万平,地价款74.7亿,平均楼面地价2256元/平,基本与08年的土地成本(2271元/平米)持平,公司开发成本仍被拉低中。
- 静态计算,09年1季度公司账面现金269亿元+二季度销售回款185亿元,可支配现金454亿元,扣除上半年拿地款75亿,尚余379亿元,充裕的资金可用于后续获取土地资源。公司08年底项目储备106个,权益建面1793万平米;规划项目137个,建面4083万平,权益建面3254万平米(这个包含储备项目),足以保障公司未来3年的开发量。预计下半年公司仍将积极增加储备,拿地规模预计将超过08年的权益建面510万平米的规模,这样公司更长时间的开发量将得到有力的保障,公司在本轮行业增长仍处于领先地位。
- 行业增长给行业龙头带来的增长机会仍然会在万科等公司身上得到体现,09、10年EPS0.58、0.75元,基于行业已再次纳入增长通道,公司住宅售价持续提升,盈利增长可期,我们提升公司6-12月的目标价至22.5元,维持“强烈推荐”。

风险提示: 注意国内外经济增长、居民收入、行业复苏、企业盈利改善低于预期、政策调控超出预期等的风险。

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	38.85	24.47	19.08	13.81
P/B	4.91	4.18	3.49	2.84
EV/EBITDA	24	19	14	11

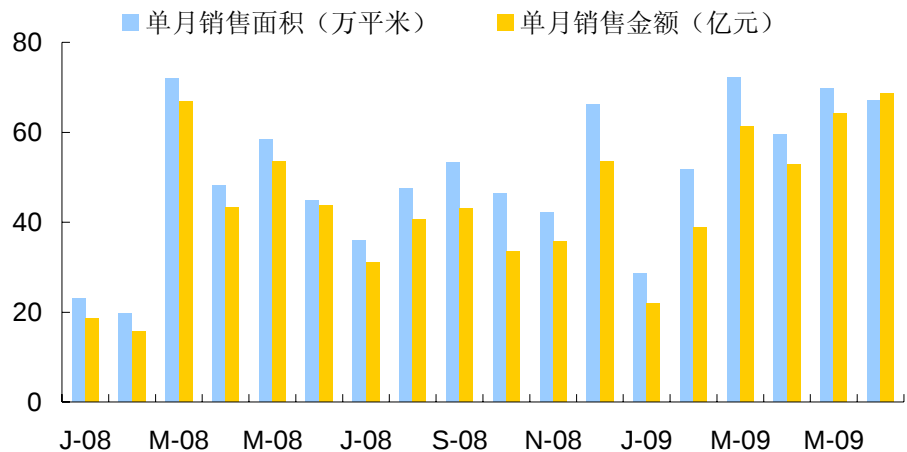
资料来源:中投证券研究所

表 1: 公司 09 年新增项目 (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)
2009-01							
广州大坦沙项目	广州市荔湾区	100%	3.81	13.56	13.57	4.54	3,346
2009-05							
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
2009-06							
1 湖心岛 2009G07 项目	厦门市湖里区	100%	9.5	20.0	20.0	18.30	9,150
2 福州纸箱厂项目	福州市仓山区	100%	1.6	3.6	3.6	1.39	3,861
3 顺德陈村锦龙工业区	佛山市顺德区	100%	3.9	13.5	13.5	1.35	1,000
4 鞍山东山项目	鞍山市铁东区	100%	30.4	53.7	53.7	4.56	849
5 重庆高新园 I 分区	重庆市北部新区	100%	13.8	37.7	37.7	6.60	1,751
6 重庆高新园 H 分区	重庆市北部新区	100%	4.1	14.5	14.5	2.92	2,014
7 重庆河运校地块	重庆市渝中区	100%	10.5	53.3	53.3	11.12	2,086
8 上海七宝 35 号北配套房	上海市闵行区	51%	3.90	7.00	3.57	0.79	2,213
1-6 月合计			147.1	405.2	331.2	74.7	2,256

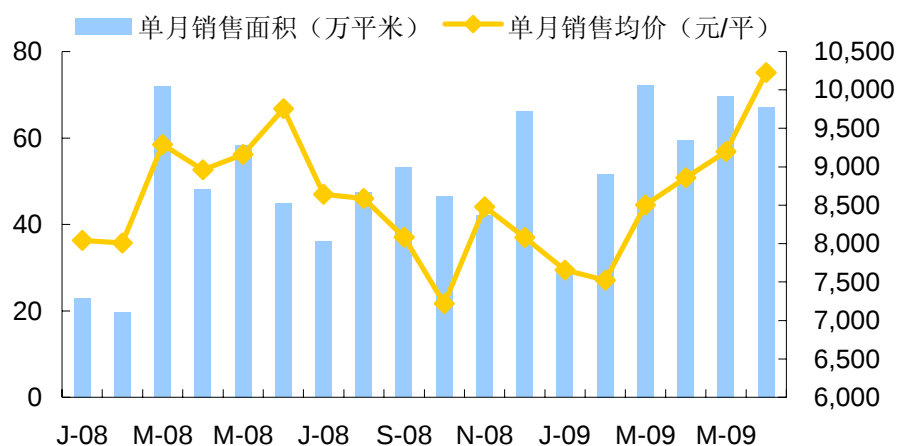
数据来源: 上市公司, 中投证券研究所

图 2: 单月销售面积与销售金额



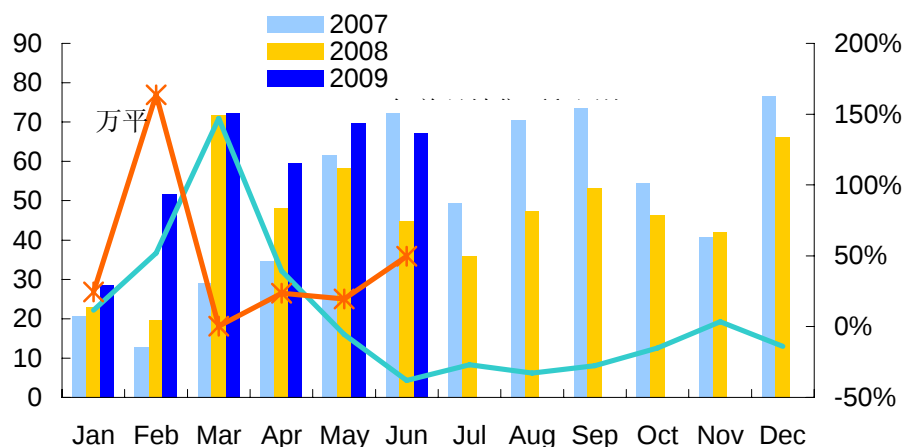
数据来源: 上市公司, 中投证券研究所

图 3: 单月销售面积和销售均价



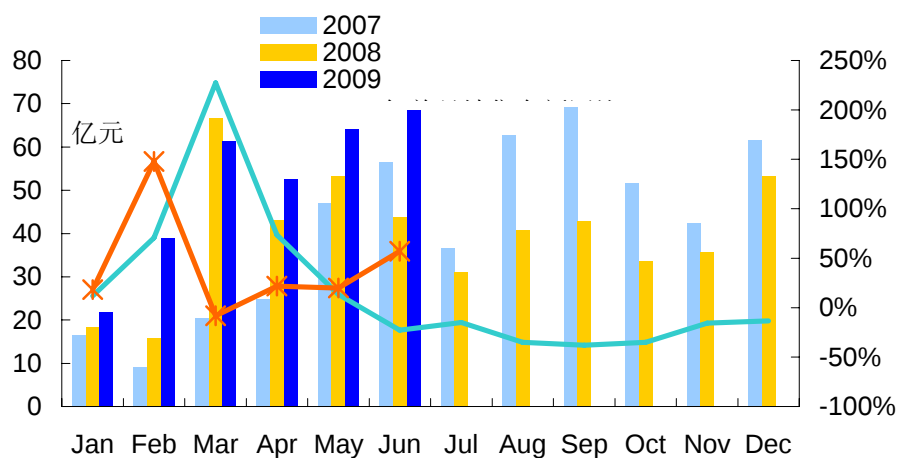
数据来源: 上市公司, 中投证券研究所

图 4: 单月销售面积各年同期比较



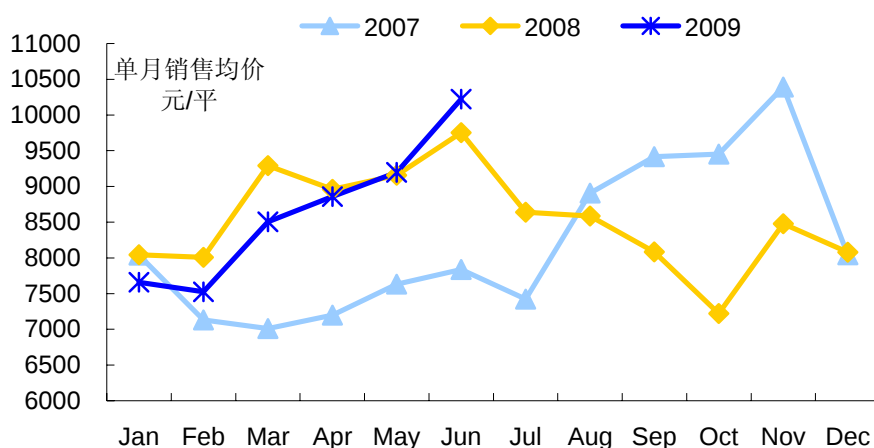
数据来源: 上市公司, 中投证券研究所

图 5: 单月销售金额各年同期比较



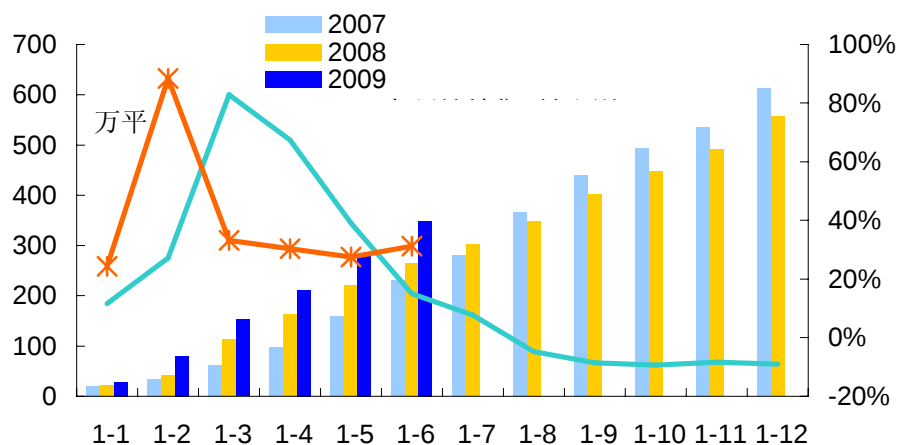
数据来源: 上市公司, 中投证券研究所

图 6: 单月销售均价各年同期比较



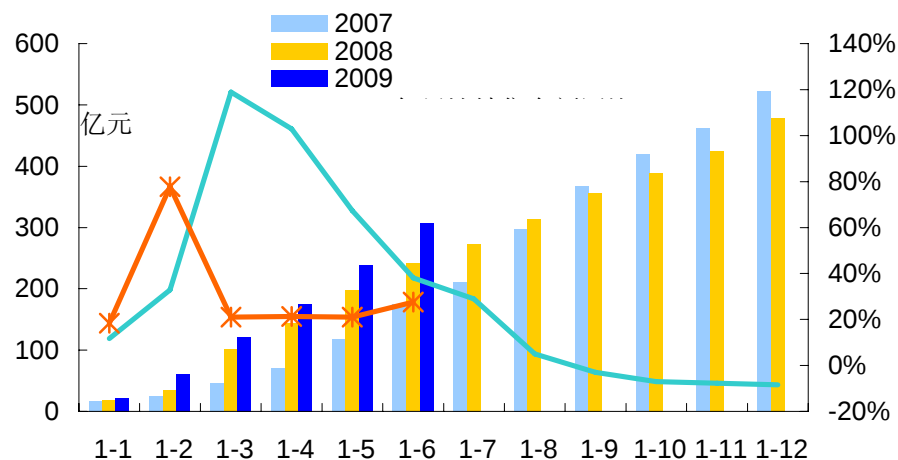
数据来源: 上市公司, 中投证券研究所

图 7: 累计销售面积各年同期比较



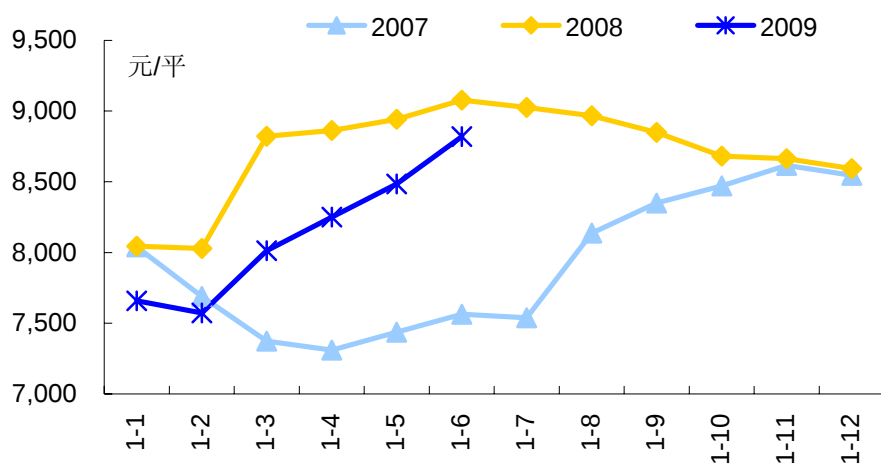
数据来源: 上市公司, 中投证券研究所

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				
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	38.85	24.47	19.08	13.81
P/B	4.91	4.18	3.49	2.84
EV/EBITDA	24	19	14	11

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

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