

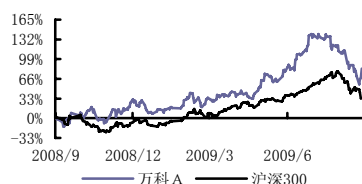
房地产 - 房地产开发

2009 年 9 月 8 日

市场数据	2009 年 9 月 3 日
当前价格 (元)	10.98
52 周价格区间 (元)	5.16-14.45
总市值 (百万)	120727.41
流通市值 (百万)	117563.41
总股本 (百万股)	10995.21
流通股 (百万股)	10707.05
日均成交额 (百万)	1729.74
近一月换手 (%)	40.18%
Beta (2 年)	1.2
第一大股东	华润股份有限公司
公司网址	http://www.vanke.com

财务数据	FYE	行业均值
毛利率	39.00%	47.50%
净利率	9.84%	18.09%
净资产收益率	12.65%	4.3%
总资产收益率	338.25%	4.16%
资产负债率	67.44%	64.10%
现金分红收益率	0.00%	0.00%
市盈率	29.68	33.74
市净率	3.79	3.58

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
万科 A	-17.07%	1.29%	65.61%
沪深 300	-19.41%	3.83%	35.89%

金融地产小组

+86 755 83199599ext8280
wangbq1@csc.com.cn

分析师申明

本人，金融地产小组，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

业绩大幅增长值得期待

— 万科 A8 月份销售数据点评

评级： 买入

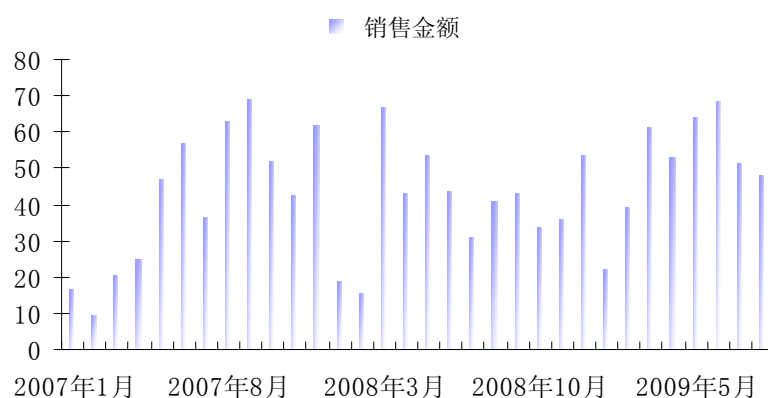
- **万科 A 公布 8 月份销售数据。**2009 年 8 月份公司实现销售面积 49.5 万平方米，销售金额 48.2 亿元，分别比 08 年同期增长 4.5% 和 18.3%。
- **7 月份销售简报披露以来新增项目 3 个。**分别是长沙四海项目、长沙宏发项目和天津空港开发区限价房项目，今年以来公司加大了新增项目的力度，针对一线城市房价和地价上涨明显，竞争激烈的情况，公司加大了二线城市获取项目的力度。
- **公司成本控制水平不断提高。**公司成本控制成效显著，财务费用、管理费用和销售费用三项费用率出现了明显的回落，三项费用率从 2006 年的 9.07% 下降到 2009 年上半年的 6.23%。
- **公司全年业绩大幅增长值得期待。**2009 年上半年，公司实现营业收入 218.09 亿元，同比增长 26.39%，实现归属于母公司所有者的净利润 25.24 亿元，同比增长 22.48%，业绩增长稳定。2009 年上半年，公司尚有已销售的 409.1 万平方米的项目未参与结算，合同销售金额 321.8 亿元，考虑到 9 月份以后即将进入销售旺季和公司大量项目储备处于房价涨幅较低的二线城市，高房价对成交量的抑制程度较低，2009 年全年公司业绩大幅增长值得期待。
- **公开增发有利于公司长远发展。**本次公开增发 A 股股票数量不超过公司发行前总股本的 8%，扣除发行费用后的募集资金净额不超过人民币 112 亿元，其中 92 亿元拟投向十四个住宅项目的后续开发建设；20 亿元募集资金用于补充公司流动资金。
- **盈利预测与投资评级。**预计 2009、2010、2011 公司每股收益分别为 0.56 元、0.69 元和 0.86 元，对应的市盈率分别为 20.4、16.6、13.3，给予“买入”的投资评级。
- **风险提示。**宏观经济政策变动可能对房地产市场产生不利影响，如果成本上升可能对利润产生影响。

8 月份销售量环比小幅下降

8 月份公司实现销售面积 49.5 万平方米, 销售金额 48.2 亿元, 分别比 08 年同期增长 4.5% 和 18.3%。2009 年 1-8 月份, 公司累计销售面积 456.6 万平方米, 销售金额 406.9 亿元, 分别比 08 年同期增长 30.8% 和 29.9%。

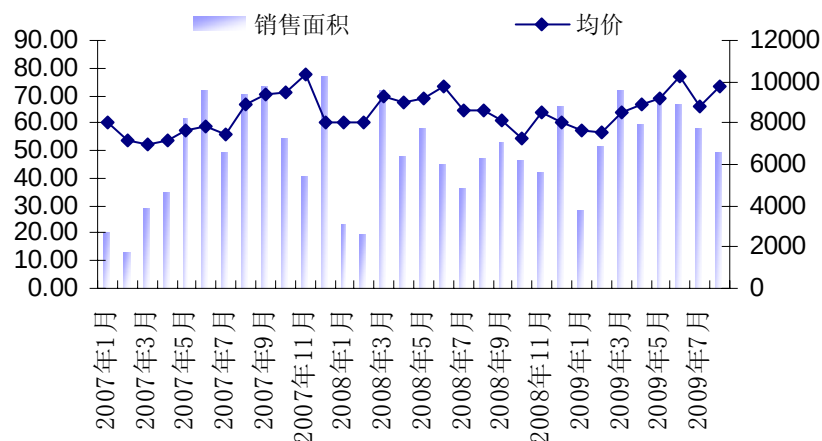
8 月份, 公司实现销售面积环比下降 15.09%, 销售金额环比下降 5.86%, 销售均价 9,737 元, 环比上涨 10.88%。

Figure 1 公司 2007 年以来月度销售金额



数据来源: 公司公告、世纪证券研究所

Figure 2 2007 年以来公司月度销售面积与月度销售均价



数据来源: 公司公告、世纪证券研究所

8 月份公司销售金额虽然同比增长, 但是依然延续了 7 月份的回落趋势, 一方面反映了二套房贷款政策带来的影响, 另一方面反映了供给不足和价格上涨带来的影响, 随着 9 月份和 10 月份推盘力度和销售力度的加大, 成交量将会逐步回升。

今年以来公司新增项目力度加大

今年以来，公司新增项目 18 个，新增占地面积 248.81 万平方米，新增权益建筑面积 471.07 万平方米，公司目前拥有的权益建筑面积为 2,264 万平方米，项目储备丰富。

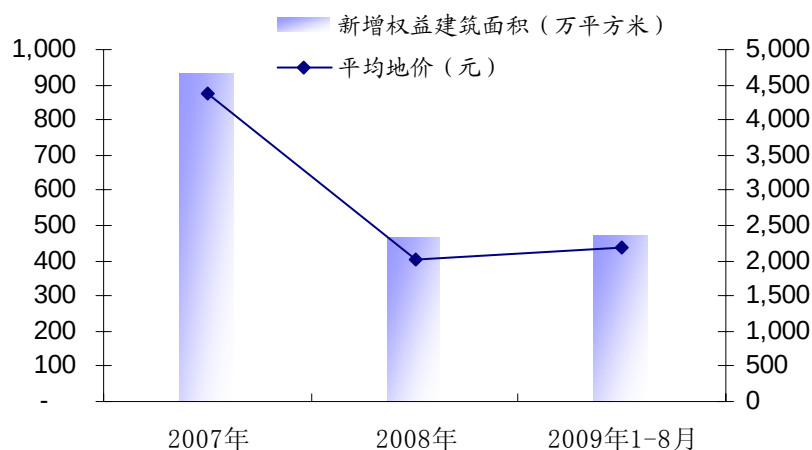
Figure 3 2009 年新增项目情况

项目名称	城市	位置	权益面积 (万平方米)	进度	支付地价 (亿元)	平均地价 (元)
柏悦湾 (大坦沙项目)	广州	荔湾区	13.57	在售	4.54	3,345.89
金域蓝湾 (桂城半岛路项目)	佛山	南海区	31.61	前期	7.62	2,410.78
陈村项目	佛山	顺德区	13.49	前期	1.35	1,000.81
湖心岛项目	厦门	湖里区	19.97	前期	18.30	9,163.29
纸箱厂项目	福州	仓山区	3.56	前期	1.39	3,907.79
七宝35#北块	上海	闵行区	3.57	前期	0.79	2,215.62
金色城市南地块	无锡	新区	16.86	前期	3.06	1,815.15
金域国际 (铁西胶管厂地块)	沈阳	铁西区	10.86	前期	1.22	1,123.59
五里河项目	沈阳	沈河区	15.18	前期	3.85	2,535.80
东安项目	鞍山	铁东区	53.06	前期	4.56	859.47
金域华府 (双山南山地块)	青岛	市北区	22.11	前期	3.58	1,619.49
万科城 (308国道以北地块)	青岛	四方区	23.88	前期	3.81	1,595.55
高新园I分区项目	重庆	渝北区	37.67	前期	6.60	1,751.89
高新园H分区项目	重庆	渝北区	14.51	前期	2.92	2,012.85
交通大学 (渝中校区) 项目	重庆	渝中区	53.35	前期	11.12	2,084.40
库充地块	中山	东区	8.80	前期	3.22	3,659.09
城市花园后期项目	武汉	东湖开发区	34.70	前期	7.28	2,097.98
登州地块	佛山	顺德区	34.79	前期	10.54	3,029.61
金沙洲B04地块	广州	白云区	3.10	前期	1.40	4,516.13
四海项目	长沙	岳麓区	13.30	前期	1.00	751.88
宏发项目	长沙	雨花区	32.70	前期	3.84	1,174.31
天津空港开发区限价房	天津	东丽区	10.46	前期	0.44	420.85
合计			471.07		102.43	2,174.40

数据来源：公司公告、世纪证券研究所

由于今年以来一线城市房地产价格上涨较快，竞争激烈，地价成本不断提升，公司主要选择在二线城市获取项目，项目获取成本较低。

Figure 4 2007 年以来新增权益建筑面积和平均地价情况



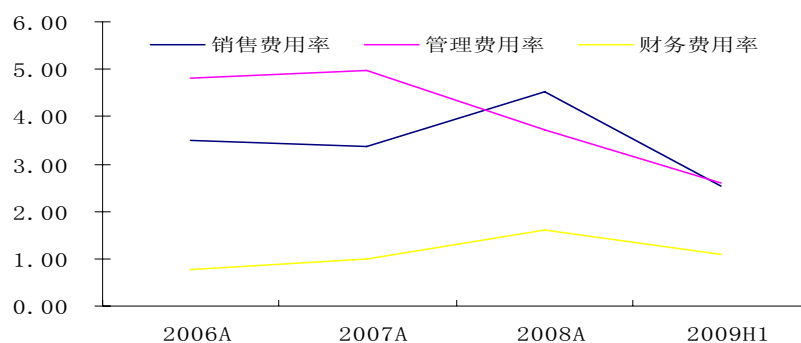
数据来源：公司公告、世纪证券研究所

从上面的图中可以看出，和 2007 年相比，公司拿地成本大幅下降，拿地更加理性，区域分布比较分散，和 2008 年相比，公司加大了拿地的力度。

公司成本控制成效显著

今年以来,公司成本控制成效显著,财务费用、管理费用和销售费用三项费用率出现了明显的回落, 三项费用率从 2006 年的 9.07% 下降到 2009 年上半年的 6.23%, 显示公司在成本控制方面成效明显。

Figure 5 公司三项费用率变化情况



数据来源: 公司公告、世纪证券研究所

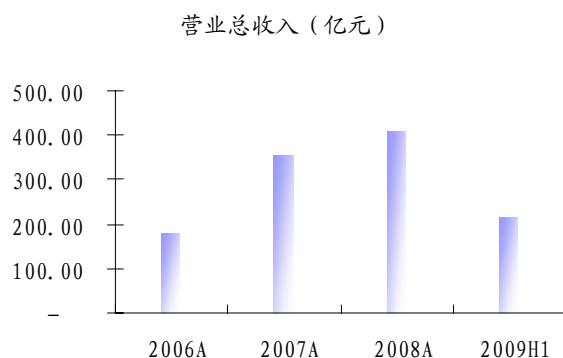
由于 2009 年以来房地产市场迅速恢复, 房价和土地价格上涨较快, 导致公司营业成本上升, 于此同时公司加强了费用控制, 重视对二线城市的土地开发, 同时由于房价上涨公司冲减了部分 2008 年提取的资产减值准备, 基本抵消了营业成本上升的影响。

2009 年上半年, 公司毛利率 23.7%, 比去年同期下降 5.5 个百分点, 由于房地产项目结算的滞后性, 毛利率的下降部分反映了 2008 年房价下跌的影响。

公司业绩增长稳定

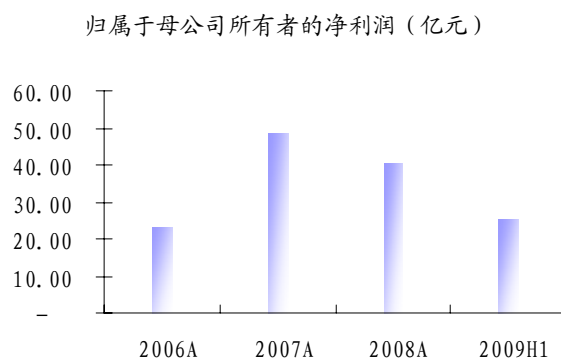
2006 年以来, 公司业绩增长稳定, 即使在 2008 年房地产调整的时期, 公司营业收入仍然实现了 15.38% 的增长, 营业利润小幅下降 16.83%。2009 年上半年, 公司实现营业总收入 218.09 亿元, 同比增长 26.39%, 实现归属于母公司所有者的净利润 25.24 亿元, 同比增长 22.48%, 业绩增长稳定。

Figure 6 营业总收入变化情况



资料来源: 公司公告、世纪证券研究所

Figure 7 归属于母公司所有者的净利润变化情况



资料来源: 公司公告、世纪证券研究所

2009 年上半年,公司尚有已销售的 409.1 万平方米的项目未参与结算,合同销售金额 321.8 亿元,考虑到 9 月份以后即将进入销售旺季和公司大量项目储备处于房价涨幅较低的二线城市,高房价对成交量的抑制程度较低,2009 年全年公司业绩大幅增长值得期待。

公开增发有利于公司长远发展

本次公开增发 A 股股票数量不超过公司发行前总股本的 8%,扣除发行费用后的募集资金净额不超过人民币 112 亿元,其中 92 亿元拟投向十四住宅项目的后续开发建设;20 亿元募集资金用于补充公司流动资金。十四住宅项目投资总额约为 365.8 亿元。按照 8%的增发股本和 112 亿元的增发金额,可以算出每股增发价格为 12.73 元/股,当前股价为 10.98 元,股价未来仍有较大的上涨空间。

Figure 8 公司公开增发投资项目

序号	项目名称	资金分配额	项目投资总额	投资回报率	项目内容
1	天津东丽湖万科城	112,000	798,394	16.19%	住宅为主
2	杭州良渚-白鹭郡南和阳光天际两期	105,000	594,225	17.76%	住宅为主
3	东莞虹溪诺雅	90,000	205,458	29.36%	住宅为主
4	沈阳金域蓝湾	82,000	375,629	11.58%	住宅为主
5	镇江魅力之城	73,000	410,834	11.86%	住宅为主
6	深圳第五园-四、六、七期	70,000	171,664	27.55%	住宅为主
7	天津金奥国际	68,000	156,966	11.57%	住宅为主
8	重庆高新园I分区	65,000	205,087	11.04%	住宅为主
9	深圳千林山居	60,000	220,622	17.92%	住宅为主
10	东莞常平万科城-四、五期	45,000	138,246	12.20%	住宅为主
11	重庆高新园II分区	45,000	82,138	11.49%	住宅为主
12	广州柏悦湾	40,000	99,321	19.83%	住宅为主
13	沈阳金域国际	35,000	52,150	12.53%	住宅为主
14	沈阳魅力之城	30,000	147,105	11.33%	住宅为主
15	补充公司流动资金	200,000			
合计		1,120,000	3,657,839	16.61%	

数据来源:公司公告、世纪证券研究所

14 个项目中,预期投资回报率最高为 29.36,最低为 11.04%,按照资金加权平均,本次募集资金的投资回报率为 16.61%,投资回报率较高。

风险因素

政策风险:国家宏观经济政策的变化,可能会房地产市场产生较大的影响。

成本上升的风险:2009 年上半年公司成本控制成果显著,如果公司未来成本上升,将会对公司业绩增长产生不利影响。

业绩预测与投资评级

按照公开增发完成后股本计算,2009、2010、2011 年公司每股收益分别为 0.56 元、0.69 元、0.86 元,对应的市盈率分别为 20.4、16.6、13.3,给予“买入”的投资评级。

利润表预测如下表:

Figure 9 利润表预测

会计年度	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	40,991.78	49,190.14	59,028.16	70,833.79
营业成本	25,005.27	31,973.59	37,778.02	44,625.29
营业税金及附加	4,533.87	3,935.21	4,722.25	5,666.70
营业费用	1,860.35	1,721.65	2,065.99	2,479.18
管理费用	1,530.80	1,721.65	2,065.99	2,479.18
财务费用	657.25	491.90	590.28	708.34
资产减值损失	1,268.11	-200.00	-200.00	-200.00
公允价值变动收益	19.26	-	-	-
投资净收益	209.41	196.08	204.51	203.33
营业利润	6,364.79	9,742.21	12,210.14	15,278.43
营业外收入	57.46	-	-	-
营业外支出	99.96	-	-	-
利润总额	6,322.29	9,742.21	12,210.14	15,278.43
所得税	1,682.42	2,435.55	3,052.54	3,819.61
净利润	4,639.87	7,306.66	9,157.61	11,458.82
少数股东损益	606.70	631.05	906.27	1,196.60
归属母公司净利润	4,033.17	6,675.61	8,251.33	10,262.22
EPS (元)	0.37	0.56	0.69	0.86

数据来源: 世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.