

万科 A(000002.sz)

弱市显真章!

赵强 研究员 电话: 021-68829698
 Email: zhaoq@gf.com.cn

沈爱卿 研究员 020-87555888-637
 Email: saq@gf.com.cn

徐军平 研究员 021-68829441
 Email: xjp@gf.com.cn

收入降, 净利平

2010 年上半年, 万科(000002)确认收入 167.7 亿元, 同比减少 23%; 实现营业利润 41.2 亿元, 同比减少 2%; 归属于母公司股东的净利润则为 28.1 亿元, 同比增长 11%, 每股收益 0.26 元。导致公司业绩下降主要是由于结算面积的下降。由于毛利率比上年同期提高 7 个百分点至 39%, 营业利润只减少 2%。

销售逆势飘红

上半年, 万科累积实现销售面积 320 万平方米, 销售金额为 368 亿元, 分别比去年同期下降 8% 和增长 20%, 这个结果显然比同行要好得多。尤其是, 在调控政策出台之后的 6 月份和 7 月份, 万科的销售量反而创出新高, 充分体现了公司的应变能力和客户忠诚度。

加大土地储备力度

与去年拿地的谨慎度相比, 今年万科则尤为高调, 一跃成为上半年土地储备冠军。

投资建议: 弱市显真章, 买入

当前股价相当于 12.6 倍的预测市盈率, 略高于保利和金地。由于更好的销售势头和更加稳健的财务状况, 我们偏好万科更胜于其他两个竞争对手。维持“买入”评级。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	40,991.8	48,881.1	56604	67812	85307
EBITDA(百万元)	7,073.71	9,286.76	11467	13784	17620
净利润(百万元)	4,033.17	5,329.74	6971	8769	11909
净利润增长率	-16.74%	32.15%	30.79%	25.81%	35.80%
每股收益(元)	0.367	0.485	0.63	0.80	1.08
市盈率	17.58	22.30	12.63	9.95	7.37
市净率	2.22	3.18	2.04	1.73	1.42
EV/EBITDA	12.82	14.62	7.63	6.35	4.97
每股红利(元)	0.05	0.07	0.1	0.1	0.15
股息率(%)	0.78	0.65	1.26	1.26	1.88

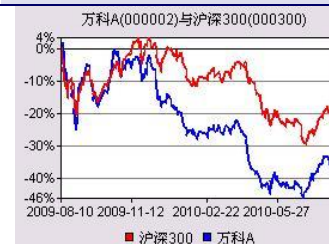
来源: 万科企业股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级



当前价格(元) 7.96
 目标价格(元) 10.00
 前次评级 买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	9.94%	11.38%	-36.93%
沪深 300	10.24%	2.87%	-17.91%

股票数据

总股本(万股) 1,099,521
 流通 A 股(万股) 965,609
 主要股东:

华润股份有限公司
 主要股东持股比例 14.73%
 流通 A 股比例 87.82%

财务比率

ROE 14.26%
 ROA 7.16%
 资产负债率 67.00%
 每股净资产(元) 3.40

2009 年报数据.

上半年经营情况分析

收入降，净利平

2010年上半年，万科（000002）确认收入167.7亿元，同比减少23%；实现营业利润41.2亿元，同比减少2%；归属于母公司股东的净利润则为28.1亿元，同比增长11%，每股收益0.26元。

导致公司业绩下降主要是由于结算面积的下降。上半年，万科结算面积151万平方米，结算收入165亿元，同比分别减少40%和24%。不过，由于毛利率比上年同期提高7个百分点至39%，营业利润只减少2%。

表 1：公司主要财务指标比较			单位：百万元
	2009 年中期	2010 年中期	变动
营业总收入	21,809	16,766	-23%
营业成本	15,007	10,240	-32%
营业税金及附加	1,636	1,698	4%
营业费用	551	606	10%
管理费用	569	563	-1%
财务费用	237	261	10%
营业利润	4,191	4,118	-2%
净利润	3,100	3,161	2%
归属于母公司股东的净利润	2,524	2,812	11%
每股收益（摊薄）	0.23	0.26	13%
毛利率	31.2%	38.9%	25%
主营税金率	7.5%	10.1%	35%
营业利润率	19.2%	24.6%	28%
净利润率	14.2%	18.9%	33%
总资产	124,520	160,513	29%
现金	26,880	191,111	-29%
存货	84,166	111,531	33%
总负债	82,715	112,093	36%
预收账款	29,980	45,385	51%
短期负债	12,127	13,416	11%
长期负债	19,220	25,433	32%
归属母公司股东权益	34,521	39,773	15%
资产负债率	66%	70%	4%
净负债权益比率	11%	41%	30%
每股净资产	3.14	3.62	15%
经营活动净现金流量	9822	-9514	-197%

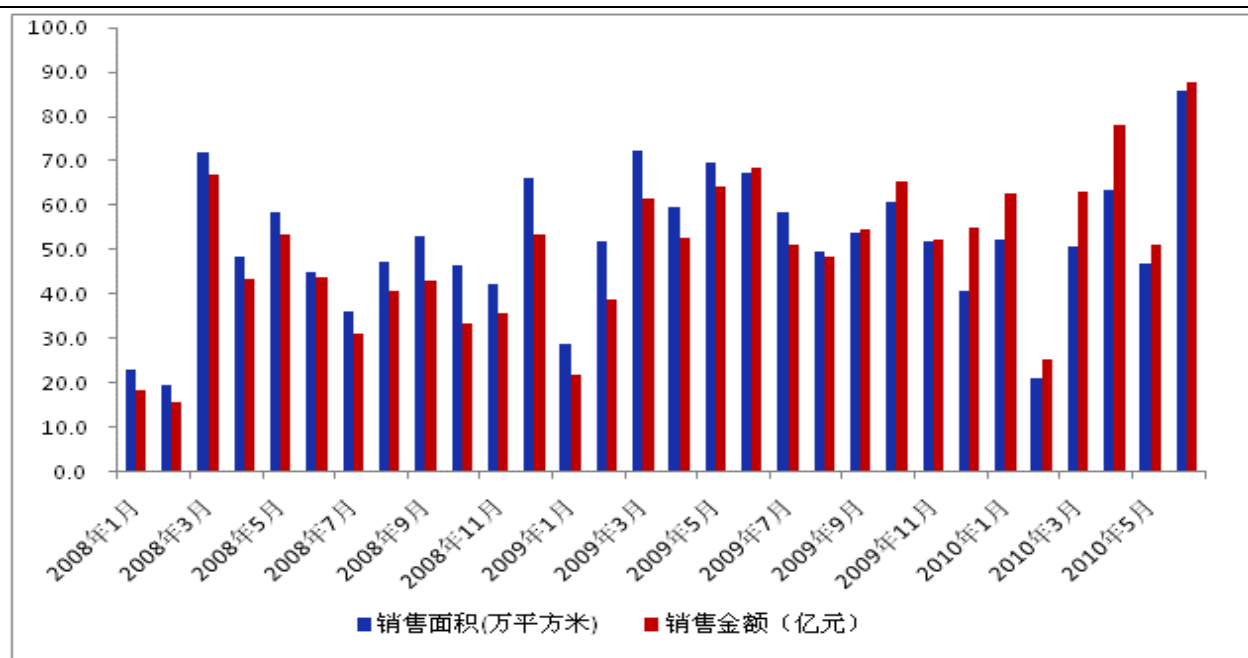
数据来源：广发证券发展研究中心

销售逆势飘红

上半年，万科累积实现销售面积320万平方米，销售金额为368 亿元，

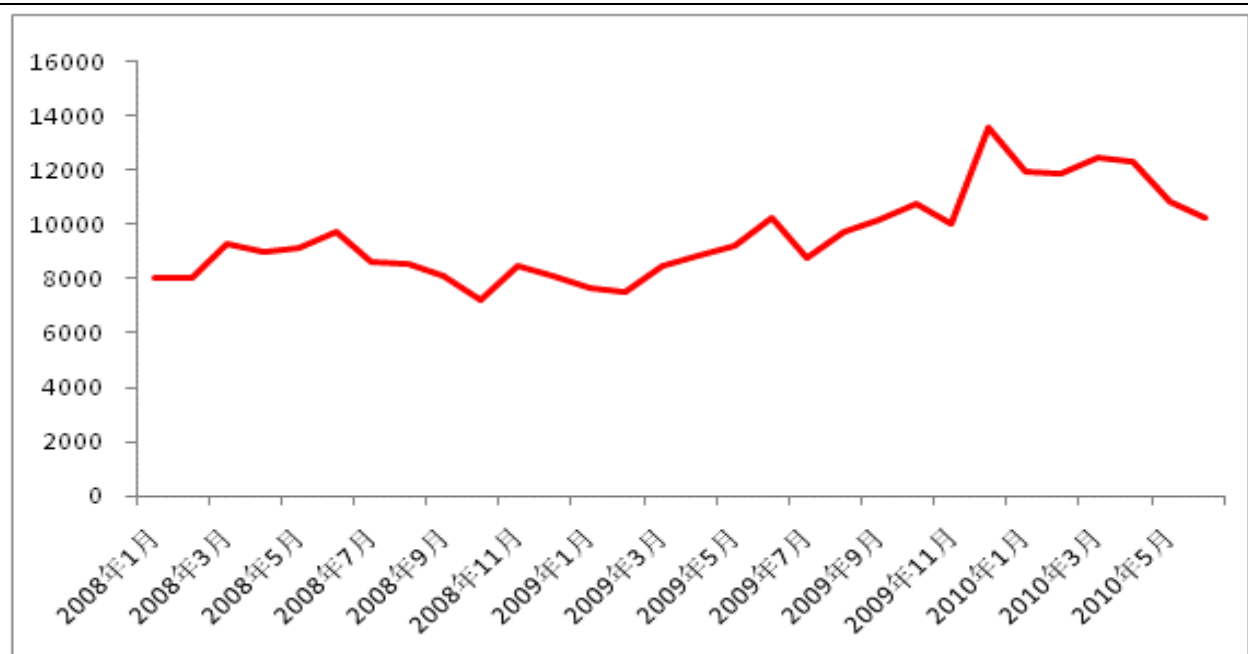
分别比去年同期下降8%和增长20%，这个结果显然比同行要好得多。尤其是，在调控政策出台之后的6月份和7月份，万科的销售量反而创出新高，充分体现了公司的应变能力和客户忠诚度。

图1: 万科各月销售业绩



数据来源: 广发证券发展研究中心

图2: 万科各月销售均价



数据来源: 广发证券发展研究中心

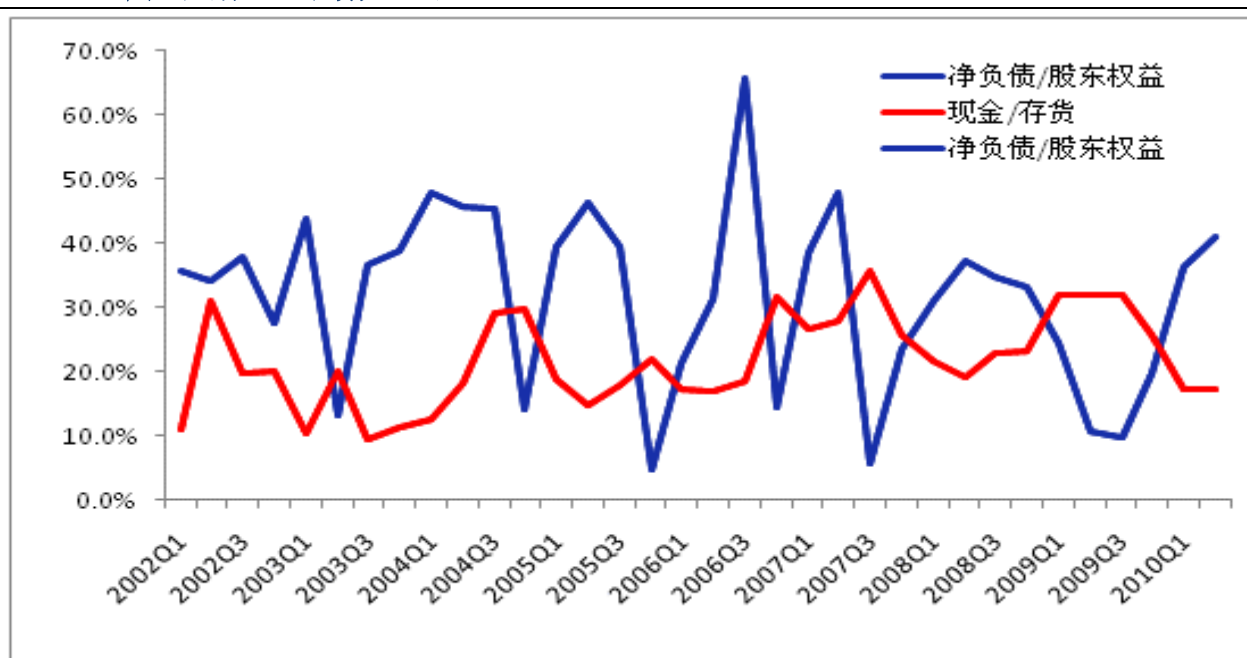
加大土地储备力度

与去年拿地的谨慎度相比，今年万科则尤为高调，一跃成为上半年土

地储备冠军。截止到7月份，万科今年共增加43幅土地，总建筑面积为1423.9万平方米，权益建筑面积为1072.4万平方米。从新增权益土地储备的区域来看，吉林最多（139万平方米），余下依次为武汉（101万）、西安（74万）、佛山（68万）、福州（65万）、成都（62万）及其他一些二三线城市。同时在上海、深圳、北京、广州四个一线城市均有所投入，权益建筑面积分别为34万、31万、12万和8万平方米，而去年上半年一线城市中仅在上海投资了一块配套商品房。

截止到6月底，万科手持191亿现金，比年初减少17%，净负债权益比例为41%，比年初提高30个百分点，但仍属于行业内较低水平。现金与存货比率为17%，与去年年中的历史偏高水平相比下降了46%。这主要是由于公司今年以来加大了拿地速度和力度，改变了以往相对“钱多地少”的状态。

图3：万科集团财务状况和资产结构



数据来源：广发证券发展研究中心

投资建议：弱市显真章，买入

截止到6月底，万科帐面的预收帐款达到454亿元，比年初增长51%。加上上半年结算的收入，全年的可结收入达到620亿元，相当于全年收入的128%。

当前股价相当于12.6倍的预测市盈率，略高于保利和金地。由于更好的销售势头和更加稳健的财务状况，我们偏好万科更胜于其他两个竞争对手。维持“买入”评级。

表 2：万保招金的上半年主要指标的比较

	万科	保利	金地	招商
销售面积(万平米)	320	267	48	29
同比增幅	-8%	6%	-43%	-53%
销售金额(亿元)	368	218	54	42
同比增幅	20%	3%	-37%	-41%
资产负债率	70%	77%	70%	61%
净负债权益比率	41%	141%	82%	11%
总市值(亿元)	875	577	311	323
市值/上半年销售	2.4	2.6	5.8	7.7

数据来源：广发证券发展研究中心

资产负债表					利润简表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	报表项目	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	23002	15000	22000	27000	营业收入	48881	56604	67812	85307
应收账款	713	1043	1211	1540	营业成本	34515	37547	45434	56473
预付款项	8736	7918	10221	12439	营业税金及附加	3603	4811	5086	6569
应收利息	0	0	0	0	销售费用	1514	1981	2373	2986
应收股利	0	0	0	0	管理费用	1442	1698	2034	2559
其他应收款	7786	5796	7237	8981	财务费用	574	622	814	941
存货	90085	133926	146789	186039	资产减值损失	-524	0	0	0
流动资产合计	130323	163683	187459	236000	投资收益	924	900	900	900
长期股权投资	3565	3565	3565	3565	营业利润	8685	10845	12970	16679
固定资产	1356	1517	1659	1827	营业外收入	75	0	0	0
在建工程	593	737	920	1082	营业外支出	81	0	0	0
无形资产	82	82	82	82	利润总额	8617	10845	12970	16679
长期待摊费用	31	0	0	0	所得税费用	2187	2711	3243	4170
递延所得税资产	1266	0	0	0	净利润	6430	8134	9728	12510
非流动资产合计	7285	6292	6618	6948	归属于母公司净利润	5330	6971	8769	11909
资产总计	137609	169976	194077	242948	EPS(元)	0.48	0.63	0.8	1.08
短期借款	1188	28306	30565	48315	数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心				
应付票据	30	22	31	36	现金流量简表	单位: 百万元			
应付账款	16300	16593	19791	24719	报表项目	2009	2010E	2011E	2012E
预收款项	31735	35521	43045	53945	经营活动现金流量	9253	-27241	6222	-11110
应付职工薪酬	807	844	1035	1281	投资活动现金流量	-4191	503	433	401
应交税费	1177	512	953	1056	筹资活动现金流量	-3038	18736	345	15710
应付利息	123	0	0	0	现金及现金等价物净增加额	2024	-8002	7000	5000
其他应付款	9743	8995	9361	9259	期末现金余额	22003	15000	22000	27000
流动负债合计	68058	94513	109986	147448	每股经营活动现金流(元)	0.84	-2.48	0.57	-1.01
长期借款	17503	17503	17503	17503	数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心				
应付债券	5794	5794	5794	5794	主要财务指标				
长期应付款	0	0	0	0	指标项目	2009	2010E	2011E	2012E
预计负债	0	0	0	0	营业收入增长率	19.3%	15.8%	19.8%	25.8%
递延所得税负债	802	0	0	0	营业利润增长率	36.5%	24.9%	19.6%	28.6%
非流动负债合计	24142	23297	23297	23297	毛利率	29.4%	33.7%	33.0%	33.8%
负债合计	92200	117810	133283	170744	营业利润率	17.8%	19.2%	19.1%	19.6%
股本	10995	10995	10995	10995	净利润率	10.9%	12.3%	12.9%	14.0%
资本公积	8558	8558	8558	8558	净资产收益率	14.3%	16.2%	17.3%	19.4%
留存收益	17546	23417	31087	41897	总资产收益率	3.9%	4.1%	4.5%	4.9%
少数股东权益	8033	9196	10154	10754	流动比率	191.5%	173.2%	170.4%	160.1%
负债股东权益总计	137609	169976	194077	242948	资产负债率	67.0%	69.3%	68.7%	70.3%
每股净资产(元)	3.4	3.9	4.6	5.6	所得税税率	25.4%	25.0%	25.0%	25.0%

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。



相关研究报告

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。