

吴剑雄

执业证书编号: S0730209100118

021-50588666-8033

wujx@ccnew.com

王者短暂失意后重新归来

——万科 A (000002) 2010 年中报点评

研究报告-公司点评

增持(维持)

发布日期: 2010 年 8 月 10 日

报告关键要素:

万科曾因为其正确的行业判断而在销售市场失意,但王者重新归来了,更为重要的是公司再次以准确的节奏在土地市场强势出击。我们维持公司“增持”投资评级。

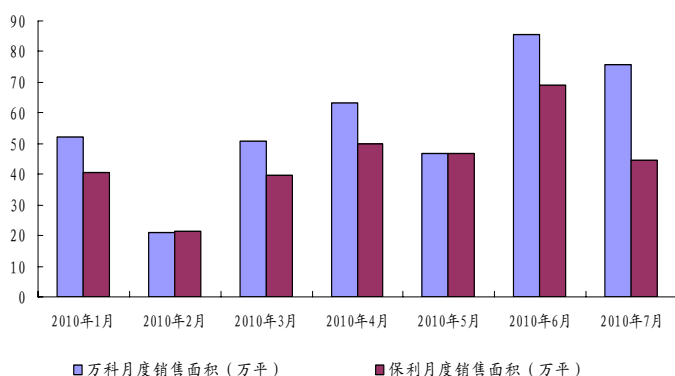
事件:

万科 A 公布了 2010 年中期报告。报告期内,公司实现营业收入 167.66 亿元,同比减少 23.12%;营业利润 41.18 亿元,同比减少 1.73%;利润总额 41.48 亿元,同比减少 1.02%;归属于上市公司股东的净利润为 28.13 亿元,同比增长 11.41%;基本每股收益为 0.26 元,同比增长 13.04%。

点评:

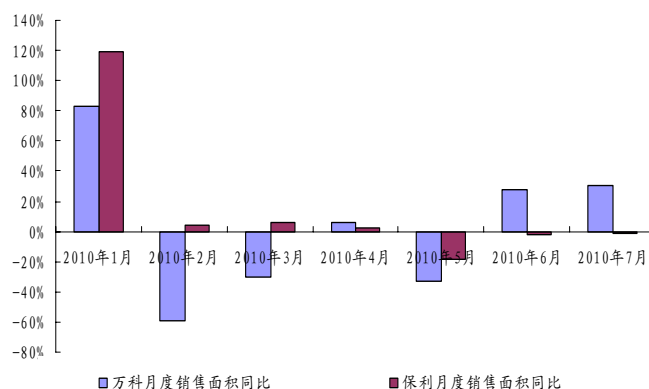
- **短暂失意后王者重新归来。**由于公司早在 2008 年正确预见行业的拐点而采取现金为王的过冬策略,但出人意料的政策刺激使得智者反而失意,公司 2009 年业绩增速多少显得有些失落。2010 年王者重新归来了。公司上半年累计销售面积 320.20 万平方米,销售金额 367.70 亿元,销售金额同比增长 19.50%,公司预收账款达到 453.85 亿元,创出了历史新高,较期初增加了 137 亿元。公司在全国市场份额进一步上升。公司销售额占全国商品住宅成交额的比例为 2.18%,在 15 个城市的占有率较 2009 年上升,其中,在北京、天津、青岛等城市的排名升至市场第一,在深圳、无锡、沈阳、武汉、镇江等城市继续保持市场占有率第一的位置。

图 1: 万科与保利地产今年月度销售面积对比图



资料来源: 中原证券股份有限公司, 公司公告

图 2: 万科与保利地产今年月度销售面积同比增速对比图



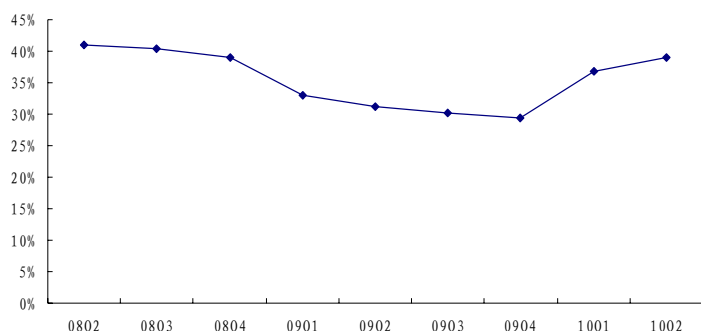
资料来源: 中原证券股份有限公司, 公司公告

- **公司卓越判断能力在土地市场得到回报。**公司 2008 年让人叹为观止的行业判断能力曾一度让它在销售市场短暂失意,然后却在土地市场得到极大收获。公司在土地市场火热的 2009 年拿地谨慎,这样使得公司在今年上年相对惨淡的土地市场强势出击,其节奏之准再次显示出作为行业领袖的判断能力。上半年公司新增项目大多位于房价、地价上涨较少的二三线城市,新进入昆明、贵阳、唐山、吉林等城市,累计新增项目 38 个,对应的权益规划建筑面积合计 893 万平方米,新增项目的平均楼面地价

在2300元左右, 继续保持较低水平。公司除了强势进入二三线城市外, 还将密切关注市场可能出现的机会, 在一线城市以合理价格获取项目资源。

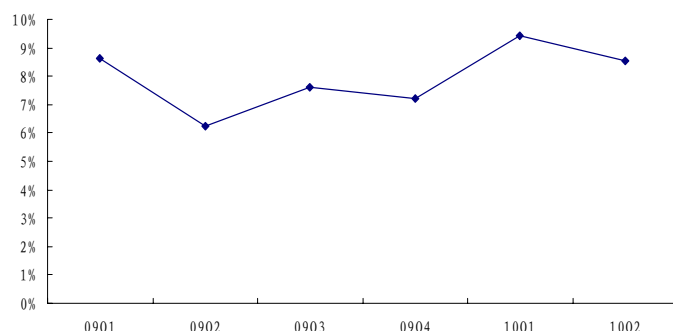
- **毛利率如期回升。**报告期内, 公司房地产业务毛利率为28.95%, 比上年同期提高5.26个百分点, 这一方面是因为房地产结算存在滞后性, 毛利率的上升主要是反映了2009年市场回暖所带来的项目利润率回升, 同时也在一定程度上反映了公司今年来控制成本、提高盈利能力方面所取得的成效。

图 3: 万科 A 近季度销售毛利率



资料来源: 中原证券股份有限公司, 公司公告

图 4: 万科 A 近季度期间费用率



资料来源: 中原证券股份有限公司, 公司公告

- **稳健的财务将给公司在地产熊市中带来机会。**截至报告期末, 公司持有资金191亿元, 相比一季度末增加了12亿元, 虽然公司的净负债率由一季度的36.4%上升至40.8%, 但仍处于行业内的较低水平。我们认为安全的资金链在地产行业处于熊市的时候尤其重要, 稳健的财务和良好的资金状况有利于公司在各种市场情况下保持经营安全, 也有利于公司更好的把握可能出现的市场机会。
- **未来业绩有保障。**尽管中期营业收入和营业利润同比下降, 但这并不妨碍公司今年的业绩确定性。公司中期营业收入减少主要因为结算原因。截至报告期末, 公司尚有530万平方米已售资源未参与本期结算, 合同金额合计约573亿元, 分别比年初增长41.3%和50.0%, 报告期末, 公司预收账款达到创纪录的453.85亿元, 为未来业绩增长奠定了稳定的基础。
- **维持公司“增持”的投资评级。**我们预计公司每股收益分别为0.62元和0.80元, 目前对应的市盈率分别为12.84倍和9.95倍。我们维持公司“增持”评级。
- **风险提示。**行业调整深度高于预期, 甚至出现行业萧条; 公司销售严重落后于预期。

盈利预测

	2008	2009	2010E	2011E
营业收入（亿元）	409.92	488.81	633.45	813.80
增长比率（%）	15.38	19.25	30.00	31.38
净利润（亿元）	40.33	53.30	67.17	87.76
增长比率（%）	-16.74	32.16	27.90	29.03
每股收益（元）	0.37	0.48	0.62	0.80
市盈率（倍）	21.51	16.58	12.84	9.95

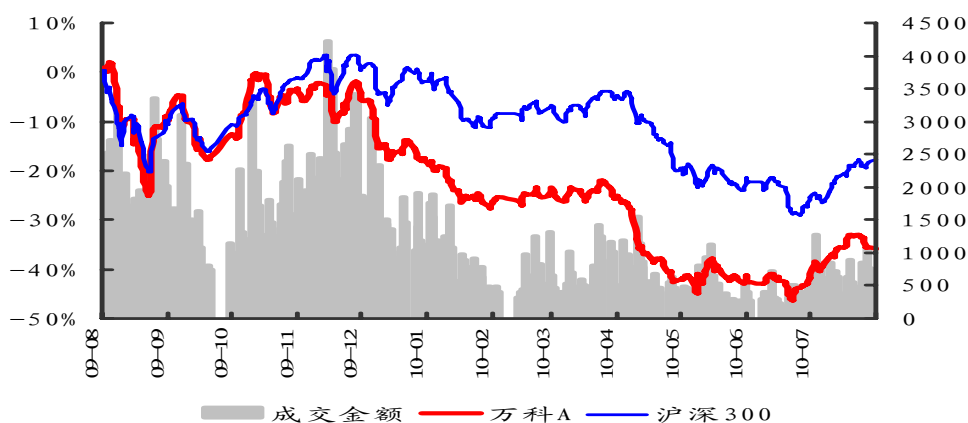
市场数据（2010年08月09日）

收盘价（元）	7.96
一年内最高/最低（元）	13.12/6.65
沪深300指数	2918.24
市净率（倍）	2.20
流通市值（亿元）	768.63

基础数据（2010年06月30日）

每股净资产（元）	3.62
每股经营现金流（元）	-0.87
销售毛利率（%）	38.93
净资产收益率（%）	7.07
资产负债率（%）	69.83
总股本/流通A股（亿股）	109.95/96.56
B股（亿股）	13.14

万科A相对沪深300指数走势图



相关研究

中原证券研究所 20100309_点评-AA-万科A（000002）2009 年年报点评：行业龙头全面发力.....2010年3月4日

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。