

房地产行业

万科A (000002)

评级: 增持

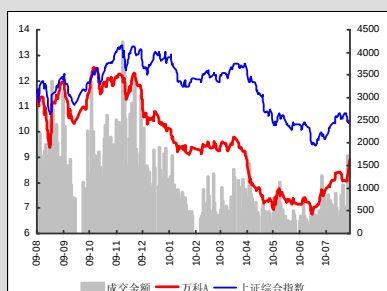
金融地产组

联系人: 金融地产组

010-88086830-720

qiusy@rxzq.com.cn

万科A与上证指数走势对比图



万科——行业的领航者

投资要点

- 上半年销售面积 320 万平米, 销售金额 367.7 亿元, 销售额同比增长 19.5%, 预计全年可实现销售额 730 亿元左右。近三年公司销售呈现周期性波动, 但今年在行业调整的背景下, 公司采取了积极应对策略, 预计销售额会保持同比 13.5% 的增涨。
- 期末已售未结算面积 530 万平米, 合同金额 573 亿元, 其中约 76% 的预收款可在本年结算, 换言之如果上半年预售项目按时交房并全部结算, 全年的营业收入已经锁定在 560 亿元以上。
- 快速扩张二三线城市, 1-6 月累计新增项目 38 个, 权益规划建筑面积合计 893 万平方米, 平均楼面地价在 2300 元。一线城市中仅在上海、北京及广州获得 4 个项目合计建面 66.7 万平米, 占总获取项目建面的 5.66%, 二三线城市成为扩张重点, 截至报告期末公司权益土地储备已达到 3179 万平米。
- 预计公司 10 年、11 年全年营业收入可分别达 551 亿元、661 亿元。随着公司 09 年销售的高利润率项目在 10 年进入结算, 预计 10 年及 11 年 EPS 分别为 0.65 元、0.81 元, 对应市盈率分别为 13.6 倍与 10.9 倍, 给予增持评级。
- 公司在保持快速周转的同时, 上半年积极应对市场变化保证了销售稳步增长, 可以预计在良好的财务状况下, 公司将在下半年保持快速的扩张。公司对行业发展脉搏的准确把握, 凸显了其领航者风范。

业绩估值表:

	08A	09A	10E	11E
营业收入 (亿元)	409.9	488.8	551	661
净利润 (亿元)	40.3	53.3	71.6	89.3
EPS (元/股)	0.37	0.48	0.65	0.81
PE	23.7	18.3	13.5	10.8

1、销售保持稳定增长，未结算资源丰富

上半年销售面积 320 万平米，销售金额 367.7 亿元，销售金额同比增长 19.5%，预计全年销售额在 730 亿元左右，1-6 月公司销售额占全国商品住宅成交额的比例为 2.18%。从过去三年看，公司 07、08、09 年的销售额分别为 534 亿元、479 亿元与 634 亿元，销售的周期性波动比较明显，但今年在行业调整的背景下，由于公司采取了积极应对市场的销售策略，预计今年的销售会有 13.5% 的增幅，这也体现了公司作为行业龙头对市场把握的准确性。

年初计划竣工 504 万平米，截至 6 月已完成竣工面积 128 万平米，仅占全年计划的 25.4%。报告期内公司实现结算面积 150.5 万平米，同比下降 39.4%，结算收入 164.5 亿元同比下降 23.8%。净利润 28.1 亿元同比增长 11.4%。期末还有 530 万平米已售资源未结算，合同金额 573 亿元，比年初增加 41.3% 和 50%。

从上半年的预售项目看，其中约 76% 的预收款可在本年结算，换言之如果上半年中的预收款按时交房并全部结算，全年的营业收入已经可以锁定在 560 亿元以上，达到或甚至超越了市场在行业步入逆周期运后对公司业绩的下调的水平，而下半年的销售则可作为明年结算准备，因此贯彻快速周转的商业模式下，成为公司作为行业领航者的制胜法宝。

预收款项目明细：

	预计竣工时间	预售比例	预收款项 10 年 6 月
东莞虹溪诺雅	2010 年 9 月	100%	1,125,385,750
广州金域蓝湾	2010 年 9 月	100%	951,218,336
青岛金色城品	2010 年 9 月	100%	653,756,778
上海七街坊	2010 年 9 月	100%	575,870,000
镇江润园	2010 年 9 月	71%	509,456,488
苏州金色家园	2010 年 9 月	85%	475,947,080
深圳第五园	2010 年 10 月	96%	1,812,368,735
天津东丽湖	2010 年 10 月	95%	938,479,533
上海赵巷晶园	2010 年 10 月	90%	586,466,344
长春洋浦花园	2010 年 10 月	100%	462,375,800
北京假日风景	2010 年 11 月	96%	1,257,418,496
广州柏悦湾	2010 年 11 月	97%	931,886,666
北京公园 5 号	2010 年 12 月	72%	1,930,264,484
深圳金域华府	2010 年 12 月	92%	1,506,891,883
大连魅力之城	2010 年 12 月	85%	1,310,536,291
天津假日润园	2010 年 12 月	64%	1,067,333,778
南京金域蓝湾	2010 年 12 月	88%	954,645,251
福州金域榕郡	2010 年 12 月	79%	878,156,781
广州天河御品	2010 年 12 月	79%	868,980,812
无锡魅力之城	2010 年 12 月	94%	833,059,842

重庆友诚·生态名苑	2010年12月	88%	600,047,843
无锡金域蓝湾	2010年12月	88%	807,642,688
沈阳金域蓝湾	2010年12月	58%	768,001,062
武汉魅力之城	2010年12月	99%	762,777,808
上海金色城市	2010年12月	100%	710,777,488
东莞金域华府	2010年12月	90%	685,176,813
广州金域华府	2010年12月	97%	620,435,634
武汉金色家园	2010年12月	88%	617,302,163
无锡金域缦香	2010年12月	88%	600,047,843
青岛魅力之城	2010年12月	100%	571,655,497
成都魅力之城	2010年12月	85%	558,187,526
东莞万科城	2010年12月	75%	539,436,591
西安新地城	2010年12月	95%	520,341,553
天津魅力之城	2010年12月	73%	513,881,842
上海济阳路项目	2010年12月	100%	479,619,570
青岛四季花城	2010年12月	98%	471,222,983
苏州玲珑湾花园	2010年12月	81%	469,380,532
苏州本岸	2010年12月	91%	452,975,932
成都金域西岭	2011年4月	95%	765,478,395
南京金色城品	2011年6月	100%	614,665,522
沈阳金域国际	2011年8月	79%	666,917,696
天津金奥国际	2011年9月	88%	807,642,688
杭州金色家园	2011年9月	67%	483,374,093
武汉金域华府	2011年10月	99%	531,201,367
武汉万科城	2011年11月	89%	512,509,372
北京蓝山	2011年12月	92%	1,001,329,782
成都金润华府	2011年12月	100%	555,959,256
其他			9,066,451,157
合计			45,384,939,824

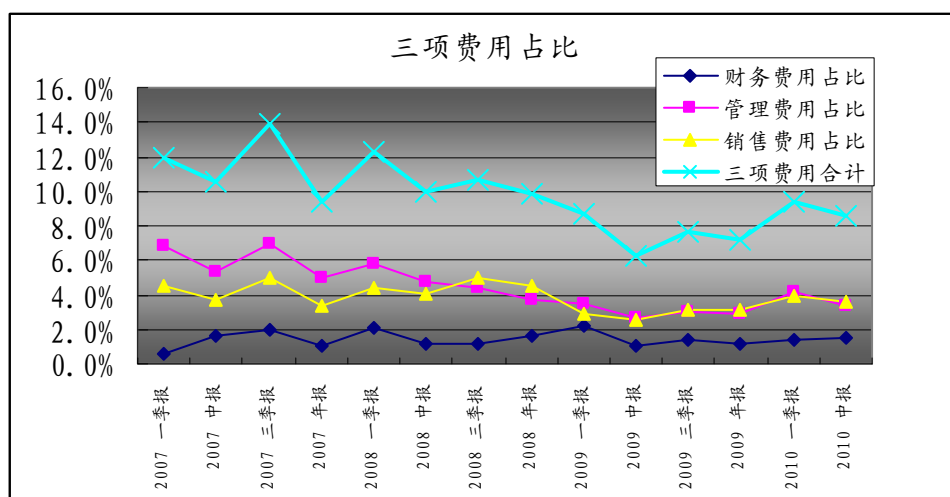
数据来源：日信证券、公司公告

2、三项费率略有上升，跌价准备继续冲回

从三项费率看，财务费用同比增加 0.5 个百分点，销售费同比增加 1.1 个百分点，处于逆周期运行的房地产企业财务费用及销售费用的增加是合理的，虽然销售费用占比增长略高但这一方面由于去年的基数较低，此外本期结算收入同比减少所致。管理费用占比 3.4% 同比增加 0.8 个百分点，但管理费用实际发生额基本与去年同期相等，因此管理费用占比的同比增加并不代表公司的管理水平的退步，主要还是由于结算收入减少所致，预计年底管理费用占比还会维持在 3% 左右，综上，估计公司全年三项费率合计占比在 8.8% 左右。

公司 2008 年对 13 个项目计提存货跌价准备 12.3 亿元，09 年公司针对计提跌价准备的项目

进行跟踪评估后，对其中9个项目计提的6.1亿元跌价准备予以全额冲回，剩余4个项目保留跌价准备合计6.17亿元。本期内对其中的两个项目南京金域蓝湾项目和成都海悦汇城项目计提的存货跌价准备人民币1.67亿元和人民币0.82亿元全部转回，剩余2个计提减值准备项目成都金色领域和福州金域榕郡的计提金额维持不变，跌价准备剩余额为3.68亿元。



数据来源：日信证券、公司公告

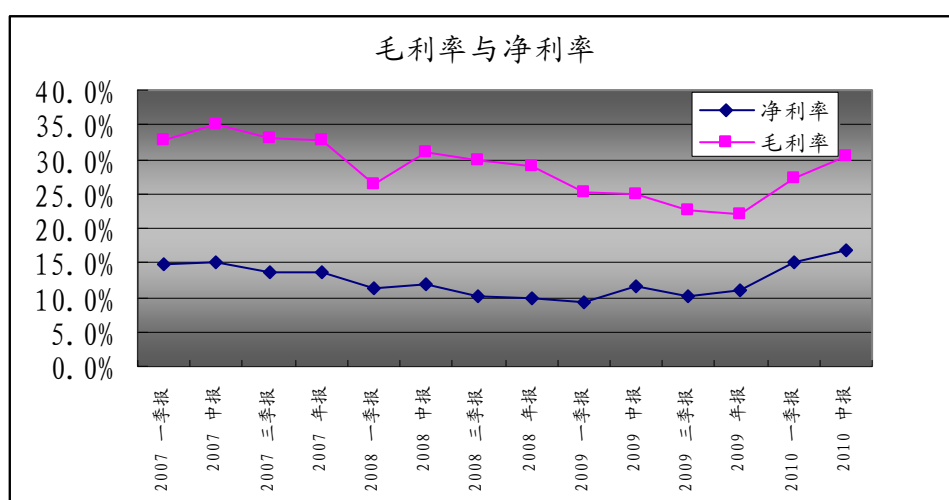
跌价准备项目明细

单位 (万元)	城市	项目	08年跌价准备余 额	期末跌价准备余 额
1	北京	蓝山(原金色城品)	12,112	-
2	成都	金润华府	3,153	-
3	南京	金色里程(原金色城品)	8,006	-
4	南京	金域缙香	6,359	-
5	广州	金色城品	8,739	-
6	上海	琥珀郡园	6,578	-
7	天津	假日润园	7,023	-
8	武汉	圆方(原金色城品)	4,028	-
9	无锡	金域缙香(原金色城市)	5,391	-
10	成都	海悦汇城	8,150	-
11	成都	金色领域	21,612	21,612
12	福州	金域榕郡	15,217	15,217
13	南京	金域蓝湾	16,688	-
	合计		123,056	36,829

数据来源：日信证券、公司公告

3、毛利率提升符合预期

期内公司毛利率为 28.95% 比上年同期提高 5.26 个百分点，符合预期。房地产企业滞后的结算方式使 09 年市场回暖带来的售价上涨及项目利润率的回升在本报告期内得以体现，而今年下半年公司的降价销售将会影响到明年的毛利率水平。整体看，08 年的行业调控及金融危机导致行业面临的严重危机，使得 09 年盈利水平达到历史低点，未来虽然行业调控还会是常态，除非行业整体供需格局转变，否则公司净利率水平会维持在 14% 左右的水平。



数据来源：日信证券、公司公告

4、快速扩张，重点布局二三线城市

上半年公司新增项目大多仍位于房价、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，对应的按万科权益计算的规划建筑面积合计 893 万平方米，新增项目的平均楼面地价在 2300 元左右，继续保持在较低水平。一线城市中仅在上海、北京及广州获得 4 个项目合计建面 66.7 万平米，占总获取项目建面的 5.66%。截至报告期末公司权益土地储备达到 3179 万平米，为近年来最高。

同 09 年相比，公司上半年的扩张速度与去年全年 1034 万平米的新增面积相差不多，鉴于公司较好的财务状况，下半年在土地市场调整之际继续大幅扩张将是必然，这也凸显了公司对市场节奏的把握。

5、业绩预测

预计公司 10 年、11 年全年营业收入可分别达 551 亿元、661 亿元。随着公司 09 年销售的高利润率项目在 10 年进入结算，预计 10 年及 11 年 EPS 分别为 0.65 元、0.81 元，对应市盈率分别为 13.6 倍与 10.9 倍，给予增持评级。

业绩预测:

	2008A	2009A	2010E	2011E
一、营业总收入(元)	40,991,779,214.96	48,881,013,143.49	55,100,000,000.00	66,120,000,000.00
二、营业总成本(元)	34,855,663,288.39	41,122,442,525.36	42,866,100,000.00	50,676,640,000.00
营业成本(元)	25,005,274,464.91	34,514,717,705.00	33,060,000,000.00	40,333,200,000.00
营业税金及附加(元)	4,533,872,994.46	3,602,580,351.82	5,510,000,000.00	6,281,400,000.00
销售费用(元)	1,860,350,084.01	1,513,716,869.35	1,928,500,000.00	1,917,480,000.00
管理费用(元)	1,530,799,165.46	1,441,986,772.29	1,653,000,000.00	1,851,360,000.00
财务费用(元)	657,253,346.42	573,680,423.04	881,600,000.00	661,200,000.00
资产减值损失(元)	1,268,113,233.13	-524,239,596.14	-167,000,000.00	-368,000,000.00
三、其他经营收益(元)	0.016033784	0.011736263	195,000,000.00	418,000,000.00
公允价值变动净收益(元)	19,262,232.00	2,435,350.77	0.00	0.00
投资净收益(元)	209,411,393.50	924,076,829.10	195,000,000.00	418,000,000.00
其中:对联营企业和合营企业的投资收益(元)	209,735,864.65	541,860,864.68	150,000,000.00	220,000,000.00
四、营业利润(元)	6,364,789,552.07	8,685,082,798.00	12,428,900,000.00	15,861,360,000.00
加:营业外收入(元)	57,455,149.70	70,678,786.74	0.00	0.00
减:营业外支出(元)	99,959,075.74	138,333,776.65	0.00	0.00
其中:非流动资产处置净损失(元)	2,336,423.46	1,577,638.38		
五、利润总额(元)	6,322,285,626.03	8,617,427,808.09	12,428,900,000.00	15,861,360,000.00
减:所得税(元)	1,682,416,473.30	2,187,420,269.40	3,107,225,000.00	3,965,340,000.00
六、净利润(元)	4,639,869,152.73	6,430,007,538.69	9,321,675,000.00	11,896,020,000.00
减:少数股东损益(元)	606,699,124.84	1,100,269,811.69	2,158,675,000.00	2,969,820,000.00
归属于母公司所有者的净利润(元)	4,033,170,027.89	5,329,737,727.00	7,163,000,000.00	8,926,200,000.00
七、每股收益:				
(一) 基本每股收益(元)	0.37	0.48	0.65	0.81

数据来源: 日信证券、公司公告

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。