

万科 A (000002.SZ)

调控中实现加速度

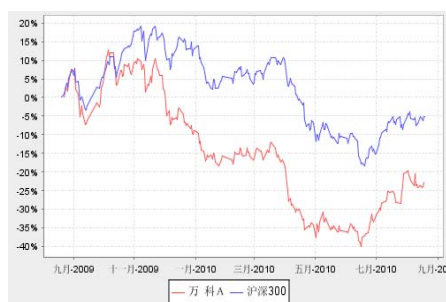
——8 月销售简报点评

评级: 买入
前次: 买入
目标价(元):
9.47-10.2
联系人
分析师
丁晨
孙国东
S0740207010008
021-68766624
0531-81776391
dingchen@qlzq.com.cn
sungd@qlzq.com.cn
2010 年 9 月 3 日

基本状况

总股本(百万股)	10995.21
流通股本(百万股)	9680.25
市价(元)	8.57
市值(百万元)	94228.95
流通市值(百万元)	82959.78

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	40,991.7	48,881.0	52,392.3	62,105.6	77,158.1
营业收入增速	15.38%	19.25%	7.18%	18.54%	24.24%
净利润增长率	-16.74%	32.15%	40.04%	16.55%	32.14%
摊薄每股收益(元)	0.37	0.48	0.68	0.79	1.05
前次预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	0.00	22.30	12.62	10.83	8.20
PEG	—	0.69	0.32	0.65	0.26
每股净资产(元)	2.90	3.40	4.01	4.80	5.84
每股现金流量	0.00	0.84	2.69	0.39	0.68
净资产收益率	12.65%	14.26%	16.94%	16.49%	17.89%
市净率	0.00	3.18	2.14	1.79	1.47
总股本(百万股)	10,995.2	10,995.2	10,995.2	10,995.2	10,995.2

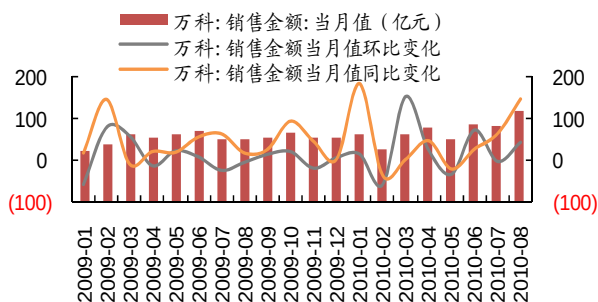
备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **8 月销量超预期, 单月销售额过百亿, 全年超 800 亿是大概率事件。**①当月值方面, 由于 8 月市场明显回暖, 且公司推盘积极, 销售策略灵活, 单月销售面积和金额双双创下历史新高, 8 月实现销售面积 91.5 万平方米, 销售金额 119.9 亿元, 同比大涨 84.85%和 148.76%, 环比上涨 20.71%和 42.06%。②累计值方面, 1-8 月累计销售面积 487.5 万平方米, 销售金额 572.1 亿元, 同比上涨 6.77%和 40.6%, 累计销售金额已达 09 年全年的九成。③销售均价方面, 当月销售均价 13103.83 元/平米, 环比上涨 17.69%, 同比增长 34.57%。1-8 月份累计销售均价 11735.38 元/平米, 环比上涨 2.79%, 同比增长 31.69%。
- **8 月继续加快拿地步伐, 积极参与一线城市旧改和保障房项目。**8 月份公司共获 13 个项目, 其中 3 个是保障房项目, 3 个旧改项目, 新增权益建面 302.33 万平, 1-8 月共新增权益建面 1792.10 万平, 已是 09 年全年的 1.44 倍。从区域来看, 除了继续加大二三线城市土地储备以外, 公司也不放弃一线城市市场, 8 月拿下深圳南山区两个旧城改造项目, 说明公司拿地策略上将紧跟一线城市更新步伐, 通过旧城改造项目进驻一线城市的核心区域; 同时还积极参与一线城市保障房的代建工程, 虽然利润较低, 但这将给公司带来稳定的现金流, 同时有利于公司住宅工业化的推进。
- **土地成本控制得力, 有助于控制系统风险。**虽然在深圳、福州和珠海拿地成本较高, 但 8 月平均楼面地价依然控制在 2591 元/平, 1-8 月累计楼面地价仅为 2352 元/平, 这不仅使公司维持了较高的综合毛利水平, 同时也使得公司在抵御系统风险方面有了强有力的保障。
- **公司估值:** 预计公司 10 年、11 年和 12 年营业收入将分别达到 524 亿元、621 亿元和 772 亿元, EPS 分别为 0.68、0.79 和 1.05 元, 对应最新股价 PE 为 13、11 和 8 倍, RNAV 为 9.47 元。我们认为公司战略战术上先知先觉, 应对系统风险更胜一筹, 为行业中最长期投资标的, 维持“买入”评级。

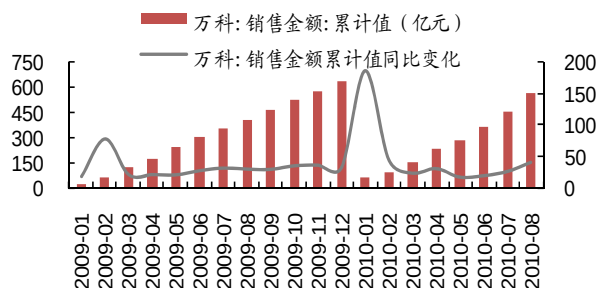
请务必阅读正文之后的重要声明部分

图表 1：万科销售金额当月值及其变化



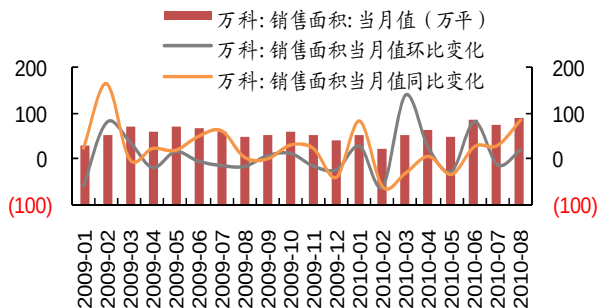
来源：公司公告，齐鲁证券研究所

图表 2：万科销售金额累计值及其变化



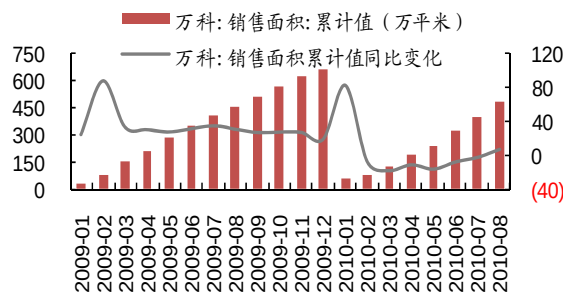
来源：公司公告，齐鲁证券研究所

图表 3：万科销售面积当月值及其变化



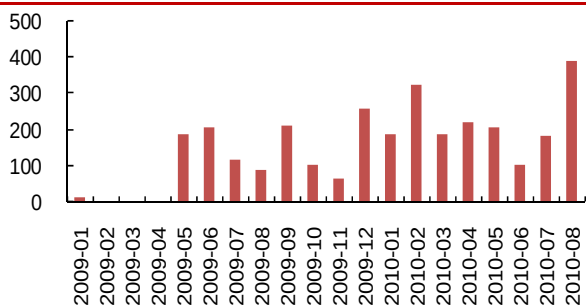
来源：公司公告，齐鲁证券研究所

图表 4：万科销售面积累计值及其变化



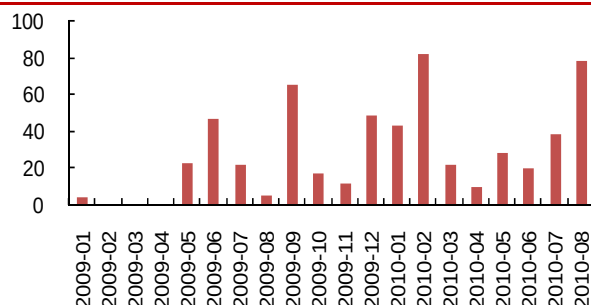
来源：公司公告，齐鲁证券研究所

图表 5：新增土地建筑面积当月值 (万平)



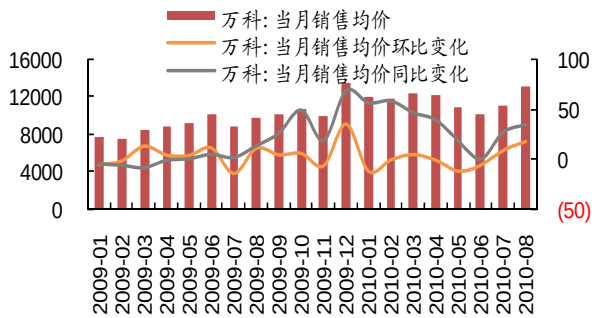
来源：齐鲁证券研究所

图表 6：新增权益地价当月值 (亿元)



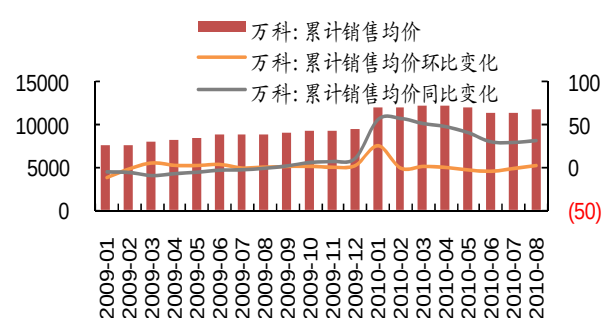
来源：齐鲁证券研究所

图表 7: 万科当月销售均价及其变化



来源: 齐鲁证券研究所

图表 8: 万科累计销售均价及其变化



来源: 齐鲁证券研究所

图表 9: 万科各月新增项目情况汇总

项目	城市	权益	占地面积 (万平)	建筑面积 (万平)	权益面积 (万平)	公司需支付总 地价 (亿元)	楼面地价 (元/平)
1-6 月 合计			564.14	1220.4	934.989	205.5	2198
大连魅力 D/E 地块	大连	100%	6.8	13	13	3.3	2538
廊坊香河项目	廊坊	50%	26.5	66.2	33.1	1.6	483
深圳布吉沙湾 项目	深圳	65%	10.5	48.1	31.265	13.3	4254
武汉皖子湖村 旧改项目	武汉	100%	10.3	54.3	54.3	20	3683
7 月合 计			54.1	181.6	131.665	38.2	2901
深圳南苑新村 旧改项目	深圳	80%	8.3	58.4	46.72	37	7919.52
深圳渔一村旧 改项目	深圳	80%	1.9	14.2	11.36	6.6	5809.86
长沙靳江项目	长沙	78%	4.4	13.1	10.218	1.9	1859.46
佛山南村旧改 项目	佛山	57%	11.4	56.5	32.205	7.1	2204.63
福州闽江北 B8、B10 地块	福州	100%	2.5	13.1	13.1	6.53	4984.73
珠海吉大项目	珠海	40%	7.6	20.5	8.2	5.3	6463.41
清远后花园项 目	清远	100%	68.9	137.8	137.8	3.3	239.48
沈阳大榆路东 项目	沈阳	49%	19	34.2	16.758	2.8	1670.84
扬州市维扬区 蜀冈平山乡	扬州	65%	29.7	31.4	20.41	6.3	3086.72

621、623 号地
 块

扬州市维扬区 蜀冈平山乡 622 号地块	扬州	51%	12.7	10.9	5.559	1.5	2698.33
----------------------------	----	-----	------	------	-------	-----	---------

保障房项目

(代建)

深圳龙华扩展 区 0008 地块 保障房项目	深圳		5	17.5			
------------------------------	----	--	---	------	--	--	--

北京半步桥和 西红门公租房	北京		5.1	12.8			
------------------	----	--	-----	------	--	--	--

南京江宁上坊 保障房项目			69.7	132.8			
-----------------	--	--	------	-------	--	--	--

8 月合 计			166.4	390.1	302.33	78.33	2591
-------------------	--	--	-------	-------	--------	-------	-------------

1-8 月 合计			784.64	1792.1	1368.984	322.03	2352
---------------------	--	--	--------	--------	----------	--------	-------------

来源：齐鲁证券研究所

附录1 历史推荐和目标定价

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-08-10	买入	7.96	9.24 ~ 9.90
2	2010-09-03	买入	8.50	9.47 ~ 10.20

来源：齐鲁证券研究所

附录2：财务预测简表
损益表 (人民币百万元)

	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	48,881	52,392	62,106	77,158
增长率	19.2%	7.2%	18.5%	24.2%
营业成本	-34,515	-29,506	-34,305	-42,584
%销售收入	70.6%	56.3%	55.2%	55.2%
毛利	14,366	22,887	27,800	34,575
%销售收入	29.4%	43.7%	44.8%	44.8%
营业税金及附加	-3,603	-8,026	-10,031	-12,334
%销售收入	7.4%	15.3%	16.2%	16.0%
营业费用	-1,514	-1,622	-1,923	-2,389
%销售收入	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%
管理费用	-1,442	-1,546	-1,832	-2,276
%销售收入	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
息税前利润 (EBIT)	7,808	11,692	14,014	17,576
%销售收入	16.0%	22.3%	22.6%	22.8%
财务费用	-574	115	774	959
%销售收入	1.2%	-0.2%	-1.2%	-1.2%
资产减值损失	524	0	0	0
公允价值变动收益	2	0	0	0
投资收益	924	452	619	555
%税前利润	10.7%	3.7%	4.0%	2.9%
营业利润	8,685	12,259	15,408	19,090
营业利润率	17.8%	23.4%	24.8%	24.7%
营业外收支	-68	0	0	0
税前利润	8,617	12,259	15,408	19,090
利润率	17.6%	23.4%	24.8%	24.7%
所得税	-2,187	-3,065	-3,852	-4,772
所得税率	25.4%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	6,430	9,194	11,556	14,317
少数股东损益	1,100	1,730	2,857	2,822
归属于母公司的净利润	5,330	7,464	8,699	11,495
净利率	10.9%	14.2%	14.0%	14.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	6,430	9,194	11,556	14,317
少数股东损益	0	1,730	2,857	2,822
非现金支出	-419	166	163	157
非经营收益	-246	951	743	811
营运资金变动	3,488	19,222	-8,202	-7,836
经营活动现金净流	9,253	31,264	7,116	10,271
资本开支	664	138	186	197
投资	-4,224	0	0	0
其他	697	452	619	555
投资活动现金净流	-4,191	314	434	358
股权募资	829	0	0	0
债权募资	-909	-1,138	50	50
其他	-2,958	-1,403	-2,132	-1,366
筹资活动现金净流	-3,038	-2,541	-2,082	-1,316
现金净流量	2,024	29,037	5,468	9,313

资产负债表 (人民币百万元)

	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	23,002	50,309	52,920	59,411
应收款项	713	1,175	1,229	1,513
其他应收款	7,786	4,050	5,019	6,484
存货	90,085	99,770	118,529	148,905
其他流动资产	8,737	7,469	8,684	10,779
流动资产	130,323	162,773	186,382	227,093
%总资产	94.7%	95.7%	96.2%	96.9%
长期投资	3,957	3,957	3,957	3,957
固定资产	1,949	1,952	1,978	2,020
%总资产	1.4%	1.1%	1.0%	0.9%
无形资产	113	82	79	77
非流动资产	7,285	7,257	7,280	7,319
%总资产	5.3%	4.3%	3.8%	3.1%
资产总计	137,609	170,030	193,661	234,412
短期借款	8,629	7,440	7,440	7,440
应付款项	57,324	81,692	94,111	119,944
其他流动负债	2,106	2,872	2,479	3,030
流动负债	68,058	92,005	104,031	130,414
长期贷款	17,503	17,553	17,603	17,653
其他长期负债	6,639	6,639	6,639	6,639
负债	92,200	116,197	128,273	154,706
普通股股东权益	37,376	44,070	52,769	64,265
少数股东权益	8,033	9,763	12,619	15,441
负债股东权益合计	137,609	170,030	193,661	234,412

	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标				
每股收益 (元)	0.485	0.679	0.791	1.045
每股净资产 (元)	3.399	4.008	4.799	5.845
每股经营现金净流 (元)	0.842	2.686	0.387	0.677
每股股利 (元)	0.070	0.070	0.000	0.000
回报率				
净资产收益率	14.26%	16.94%	16.49%	17.89%
总资产收益率	3.87%	4.39%	4.49%	4.90%
投入资本收益率	11.38%	28.15%	26.18%	27.45%
增长率				
营业总收入增长率	19.25%	7.18%	18.54%	24.24%
EBIT增长率	-3.14%	49.74%	19.86%	25.41%
净利润增长率	32.15%	40.04%	16.55%	32.14%
总资产增长率	15.41%	23.56%	13.90%	21.04%
资产管理能力				
应收账款周转天数	6.1	8.2	7.2	7.2
存货周转天数	930.5	1,174.3	1,223.9	1,065.7
应付账款周转天数	154.4	158.9	158.9	159.4
固定资产周转天数	9.8	8.9	6.6	4.6
偿债能力				
净负债/股东权益	19.65%	-36.26%	-33.77%	-35.79%
EBIT利息保障倍数	13.6	-101.8	-18.1	-18.3
资产负债率	67.00%	68.34%	66.24%	66.00%

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15% 以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在 -5% - +5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话:021-58303470
手机:13641659577
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双
鸽大厦 19 楼

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话:021-58206173
手机:18621368050
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双
鸽大厦 19 楼

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-81283786
手机:15806668226
传真:0531-81283791
邮编:250010
地址:山东济南经十路 17703
号华特广场 B501