

万科 A (000002): 行业龙头地位继续巩固

2010 年三季报点评

金融/房地产开发

推荐

维持评级

发布时间: 2010 年 10 月 25 日

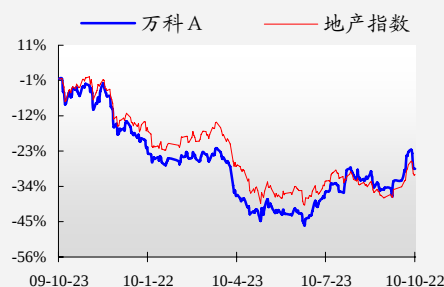
投资要点:

- 2010 年 1-9 月, 公司实现营业收入和净利润分别同比增长 -24.25% 和 10.63%。每股收益为 0.298 元, 每股净资产达到 3.66 元, 全面摊薄净资产收益率 8.14%。
- 公司销售金额再创历史新高, 并继续保持行业龙头的地位。
- 季度销售单价继续上升。
- 公司继续大幅增加土地储备。平均土地成本约 2400 元/平方米, 比去年同期 2686 元/平方米的土地平均成本略有降低。截至报告期末, 公司规划中项目按万科权益计算的建筑面积合计 3683 万平方米, 比年初的 2436 万平方米大幅增加。
- 从毛利率水平来看, 2010 年 1-9 月公司的毛利率较上年同期上升 8.6 个百分点达到 38.8%, 虽然低于 42% 的历史最高水平, 但已基本回升至历史平均水平区域。
- 公司预收账款为 656 亿元, 较 2009 年底余额增加了 339 亿元, 增幅超过 100%, 已超过我们预测的 2010 年公司总结算收入金额, 为公司未来二年的业绩增长提供了足够保障。
- 盈利预测及投资评级: 我们对公司 2010 和 2011 年的业绩预测为: 2010 年每股收益为 0.60 元; 2011 年每股收益为 0.71 元, 并维持推荐评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2009	4,888,101	19.20	532,974	32.10	0.48	14.26		4,888,
2010E	5,870,000	20.00	656,502	23.19	0.60	15.00	15	5,870,
2011E	7,337,500	25.00	779,244	18.70	0.71	15.07	13	7,337,
2012E								

走势图



市场数据

2010-10-22

收盘价:	8.89 元
52 周最高价:	12.62 元
52 周最低价:	6.65 元
平均持仓成本:	8.76 元

基本数据

2010Q3

总股本 (万股):	1,099,521
流通 A 股 (万股):	968,025
每股收益 (元):	0.298
每股净资产 (元):	3.66
每股经营现金流 (元):	-0.11
市净率:	2.43

分析师: 高建

执业证书编号: S0550108051099

TEL: (8621)6336 7000 - 259

FAX: (8621)6337 3209

Email: gaoj@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

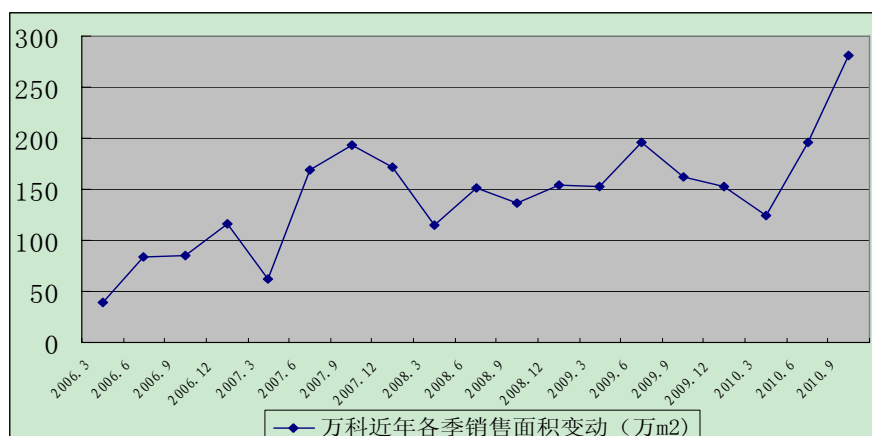
2010年1-9月，公司实现营业收入和净利润分别为223.80亿元和32.72亿元，比上年同期分别增长-24.25%和10.63%。每股收益为0.298元，每股净资产达到3.66元，全面摊薄净资产收益率8.14%，与去年同期基本持平；其中，7-9月实现营业收入56.14亿元，净利润4.6亿元，分别比09年同期增长-27.42%和6.07%。

- 公司销售金额再创历史新高，并继续保持行业龙头的地位。

2010年1-9月，万科实现销售面积和销售金额分别为601.10万平方米和714.20亿元，再创公司销售的历史新高，分别比2009年同期增长17.80%和54.80%，并高于2010年中期的销售增幅，同时也高于全国商品房销售8.2%和16.9%的行业整体增长水平。这主要是由于公司的推盘量在三季度大幅增加同时销售成绩比较理想所致。

公司7-9月实现的销售面积为280.8万平方米，销售金额346.4亿元，分别比09年同期增长73.9%和124.9%，均创出单季销售的历史新高。一方面是公司的推盘高峰已过，另一方面是四季度受宏观调控的影响，预计四季度的销售水平会低于三季度。

附图1：万科近年各季销售面积变动情况

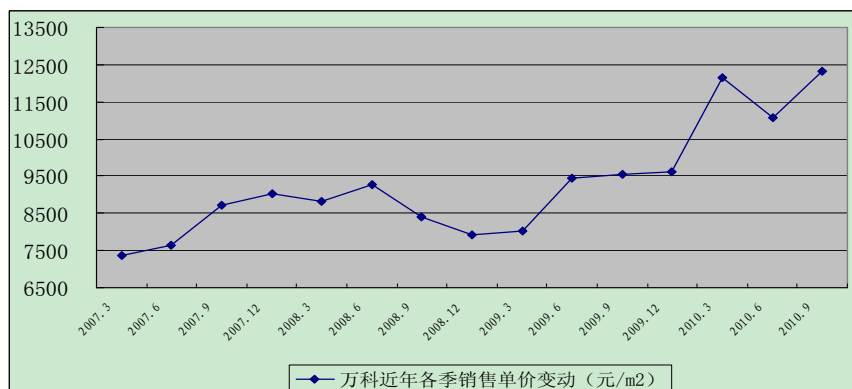


资料来源：公司公告

- 季度销售单价继续上升

由于2010年国内商品房市场整体销售保持价升量增的态势，万科的商品房平均销售单价也实现了持续回升的态势，第三季度的平均销售单价也创出历史新高的12335元/平方米的水平。

附图2：万科近年各季销售均价变动情况



资料来源：公司公告

● 公司新增土地储备情况:

2010 年 1-9 月份, 公司共新增项目按万科权益计算的建筑面积合计约 1427 万平方米, 比 2009 年同期新增 687 万平方米土地储备增加了 107%; 平均土地成本约 2400 元/平方米, 比去年同期 2686 元/平方米的土地平均成本略有降低。其中, 7-9 月, 公司新增项目 20 个, 对应万科权益计算的项目规划建筑面积合计约 526 万平方米。截至报告期末, 公司规划中项目按万科权益计算的建筑面积合计 3683 万平方米, 比年初的 2436 万平方米大幅增加。

出于对中国房地产市场中长期发展趋势的看好, 趁着宏观调控之际, 公司在 2009 年大幅增加土地储备的基础上, 在 2010 年再次加大补充土地储备的力度, 使得公司再次获得了快速增长的市场机会, 我们欣赏公司这种对行业周期的掌控能力。

● 当期财务数据对比分析

从毛利率水平来看, 2010 年 1-9 月公司的毛利率较上年同期上升 8.6 个百分点达到 38.8%, 虽然低于 42% 的历史最高水平, 但已基本回升至历史平均水平区域。由于 2009 和 2010 年的房地产市场形势良好, 房价大幅攀升, 使得公司的毛利率水平也出现了回升。我们预计 2009 年是万科乃至行业的毛利率水平的低点, 公司的毛利率水平会在目前的基础上保持稳定并继续略有回升, 但不太可能超出历史最高的毛利率水平。

公司当期的期间费用率水平同比出现了上涨, 并接近公司历史平均的费用水平。我们认为, 为了应对金融危机, 公司主动减少管理层及员工的收入水平, 实行费用预算硬约束来降低期间费用的方法不可能长久, 因此, 预计 9%-10% 的期间费用率应该是今后可持续的水平。

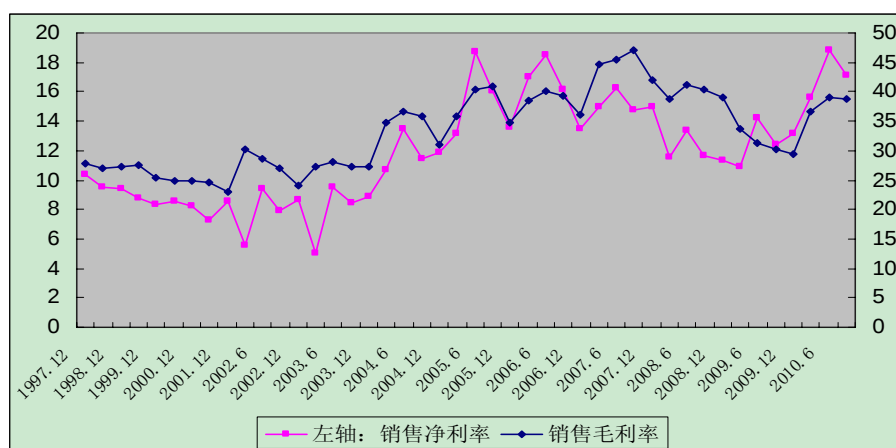
期末, 公司预收账款为 656 亿元, 较 2009 年底余额增加了 339 亿元, 增幅超过 100%, 已超过我们预测的 2010 年公司总结算收入金额, 这为公司未来二年的业绩增长提供了足够保障。

附表 1: 万科近年财务数据对比分析

名称	2006	2007	2008 前三季	2008	2009 前三季	2009	2010 前三季
销售毛利率	36.15%	41.99%	40.48%	39%	30.21%	29.39%	38.8%
销售净利率	13.52%	14.97%	11.69%	11.32%	12.42%	13.15%	17.09%
期间费用率	9.07%	9.34%	10.69%	9.88%	7.6%	7.22%	9.7%
预收账款(亿)	88.36	216.22	310.80	239	345	317	656
货币资金(亿)	107.44	170.46	199.42	199	276	230	315

资料来源: 公司公告

附图 3: 万科近年销售毛利率及销售净利率走势图



资料来源: 公司公告

● 公司现金流分析

2010 年 1-9 月公司的经营性现金净流量表现为净流出 12.1 亿元, 较中期的净流出 95 亿元有所改善, 公司的财务和经营状况仍然比较稳健。我们认为, 公司对现金流的把握和掌控能力在行业中是最强的, 公司总是保持购地支出水平控制在当年的销售回款范围之内, 在财务稳健和业绩增长方面实现了良好的平衡。

附表 2: 万科经营性现金流量分析

单位: 万元

名称	2006	2007	2008	2009	2010 前三季
经营现金净流入	-302400	-1043800	-3400	925300	-121000
净利润	229800	484400	403300	533000	327200

资料来源: 公司公告

● 盈利预测及投资评级

我们对公司 2010 和 2011 年的业绩预测为: 2010 年每股收益为 0.60 元; 2011 年每股收益为 0.71 元, 并维持推荐评级。

附表 3：万科利润表预测

	2006 年报	2007 年报	2008 年报	2009	2010	2011
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
一、营业总收入(万元)	1,791,833.15	3,552,661.13	4,099,177.92	4,888,101.00	5,870,000.00	7,337,500.00
营业收入(万元)	1,791,833.15	3,552,661.13	4,099,177.92	4,888,101.00	5,870,000.00	7,337,500.00
二、营业总成本(万元)	1,466,353.23	2,805,949.17	3,485,566.33	4,112,244.00		
营业成本(万元)	1,144,126.38	2,060,733.90	2,500,527.45	3,451,472.00	3,580,700.00	4,696,000.00
营业税金及附加(万元)	157,954.31	411,577.30	453,387.30	360,258.00	645,700.00	638,360.00
销售费用(万元)	62,571.68	119,454.37	186,035.01	151,371.00	234,800.00	271,500.00
管理费用(万元)	85,945.90	176,376.58	153,079.92	144,199.000	234,000.000	330,000.00
财务费用(万元)	14,015.16	35,950.01	65,725.33	57,368.00	59,000.00	73,300.00
资产减值损失(万元)	1,739.80	1,857.02	126,811.32	-52,424.00	0	-
三、其他经营收益(万元)						
公允价值变动净收益(万元)	129.57	-2,225.28		243.00	0	-
投资净收益(万元)	17,081.19	20,803.07	20,941.14	92,408.00	21,000.00	20,000.00
其中：对联营企业和合营企业的投资收益(万元)	6,009.82	12,864.34	20,973.59	54,186.00	21,000.00	20,000.00
四、营业利润(万元)	342,690.68	765,289.75	636,478.96	868,508.00	1,136,800.00	1,348,340.00
加：营业外收入(万元)	2,130.74	3,145.78	5,745.51	7,068.00	0	0
减：营业外支出(万元)	1,371.95	4,274.96	9,995.91	13,833.00	0	0
其中：非流动资产处置净损失(万元)	129.22	67.55	233.64	158.00	0	0
五、利润总额(万元)	343,449.47	764,160.57	632,228.56	861,743.00	1,136,800.00	1,348,340.00
减：所得税(万元)	101,149.76	232,410.49	168,241.65	218,742.00	284,200.00	337,085.00
六、净利润(万元)	242,299.71	531,750.08	463,986.92	643,001.00	852,600.00	1,011,255.00
减：少数股东损益(万元)	12,511.33	47,326.53	60,669.91	110,027.00	196,098.00	232,588.65
归属于母公司所有者的净利润(万元)	229,788.38	484,423.55	403,317.00	532,974.00	656,502.00	778,666.35
七、每股收益：						
(一) 基本每股收益(元)	0.39	0.73	0.37	0.48	0.60	0.71

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。