

房地产开发Ⅲ

署名人: 李少明

S0960200010015

010-63222931

lishaoming@cjis.cn

万科 A

000002

推荐

新增储备远超预期, 净利润 6 年复合增长 43%可期

公司 10 年 12 月销售: 实现销售面积 68.9 万平米, 同比增 69.8%, 环比降 29%; 销售金额 83.5 亿元, 同比增 51.3%, 环比降 35.1%; 单月销售均价 12119 元/平米, 同比降 10.8%, 环比降 8.7%。12 月新增项目: 21 个。

投资要点:

- 12 月销售面积和销售金额同比增幅超过 50%, 环比有所下降。12 月实现销售面积 68.9 万平米, 同比增 70%, 环比降 29%; 销售金额 83.5 亿元, 同比增 51%, 环比降 35%; 单月销售均价 12119 元/平米, 加快销售使均价同比降 11%, 环比降 9%。
- 10 年销售金额接近 1100 亿元, 销售均价涨幅明显, 销售业绩创里程碑记录, 在行业内遥遥领先。10 年累计销售金额 1081.3 亿元, 突破千亿大关, 在行业饱受调控下销售业绩逆势大幅增长, 同比增 70.5%, 再度显示公司对市场和行业超强的把控力。10 年累计销售面积 897.6 万平米, 同比增 35.3%, 10 年销售均价 12,047 元/平米, 同比涨 26%。09 年结算均价 7,984 元/平米, 10 年销售均价是 09 年结算均价的 1.5 倍, 今明两年结算毛利率以及盈利能力大幅提升无悬念。
- 10 年年末在各地加大推地的背景下加速低成本扩张, 为发展积极储备粮草, 12 月新增权益建面是全年的四分之一。12 月, 公司新增项目 21 个, 规划建面 680 万平米, 权益建面 546.6 万平米, 权益建面是 10 年全年新增权益建面的 26%。新增项目分布于北京、深圳、重庆、沈阳、武汉、昆明、珠海、中山、东莞、清远、三亚、温州、南通、嘉兴、鞍山、抚顺等 16 城市, 拓展规模一线城市占 21%, 其余为二三线城市。地价款 161 亿元, 楼面地价 2946 元/平米, 继续保持低成本扩张。
- 资源储备可满足 2 年发展需要, 成本优势突出。10 年公司新增项目 92 个, 权益建面 2137 万平米, 加上 09 年末公司未结转权益建面 2436 万平米, 公司未结转权益建面共计 4573 万平米, 是 10 年销售面积的 5 倍多, 10 年新增资源可满足公司 2 年的销售需要 (销售面积年复合增长 30%) 10 年新增资源楼面地价 2712 元/平米, 楼面地价仅为 10 年销售均价的 23%, 40% 的高毛利率可维持, 并有进一步提升的可能。
- 业绩锁定性强。10 年销售金额 1081 亿元, 加上 09 年底预收款 317 亿元, 可供结算销售收入 1398 亿元, 是 09 年结算收入的近 3 倍, 完全锁定 10-11 年业绩并有余。
- 高增长可期。根据公司可结算资源, 我们预计公司 2010-2015 年 6 年净利润复合增长率为 43%, 10-12 年 EPS0.65、1.05 和 1.29 元, 投资价值凸显。当前股价已充分反映了调控带来的负面影响, 估值将进一步纠偏, 未来 6 个月内合理股价 12 元。

风险提示: 注意政策调控加强、调控时间超预期等带来的行业及经营的风险。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	48881	41060	65696	85405
同比(%)	19%	-16%	60%	30%
归属母公司净利润(百万元)	5330	7148	11585	14147
同比(%)	32%	34%	62%	22%
毛利率(%)	29.4%	39.0%	39.0%	39.0%
ROE(%)	14.3%	16.4%	21.5%	21.3%
每股收益(元)	0.48	0.65	1.05	1.29
P/E	18.15	13.54	8.35	6.84
P/B	2.59	2.23	1.79	1.46
EV/EBITDA	12	12	7	6

资料来源: 中投证券研究所

6-12 个月目标价: 12.00 元

当前股价: 8.80 元

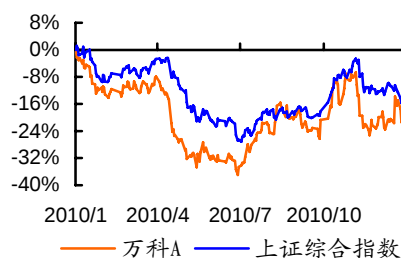
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2852.65
总股本(百万)	10995
流通股本(百万)	10971
流通市值(亿)	965
EPS (TTM)	0.51
每股净资产(元)	4.13
资产负债率	67.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
万科 A	3.65	0.00	26.98
上证综合指数	0.36	0.00	19.71



相关报告

《万科 A-淡季再创销售佳绩, 累计销售金额超千亿元》2010-12-3

《万科 A-超强的市场把控力, 业绩再超预期》2010-11-5

《万科 A-业绩再次靓丽登场, 获取 10-11 年股权激励无悬念》2010-10-25

图 1: 万科单月销售面积与销售金额

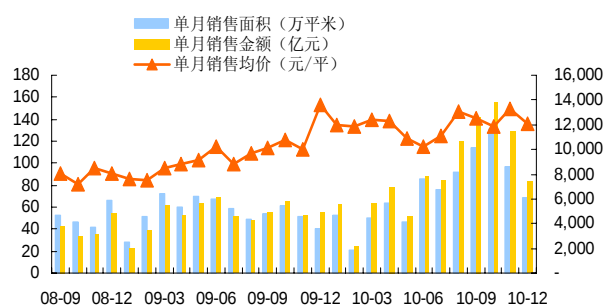


图 2: 万科单月销售均价与累计销售均价

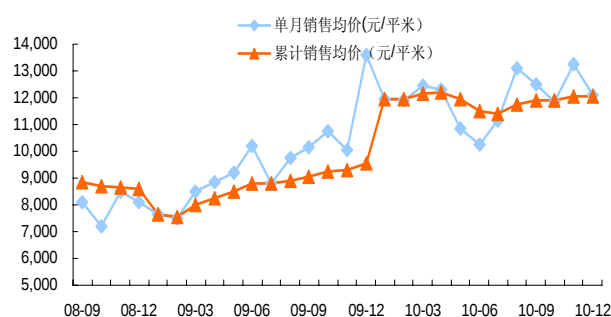


图 3: 万科单月销售均价各年同期比较

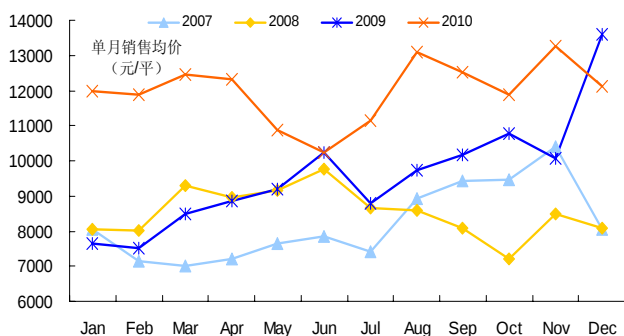


图 4: 万科累计销售均价各年同期比较

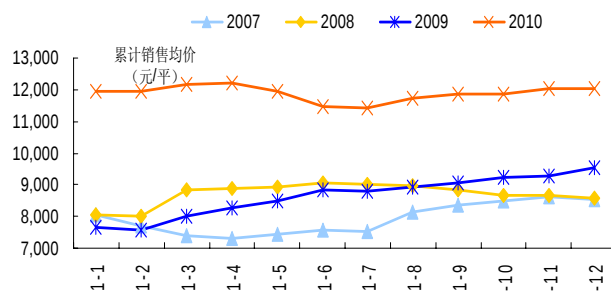


图 5: 万科单月销售面积各年同期比较

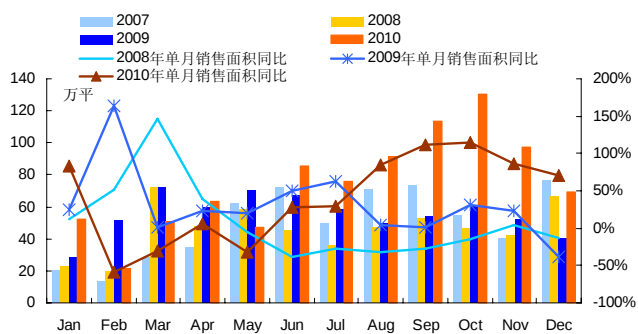


图 6: 万科单月销售金额各年同期比较

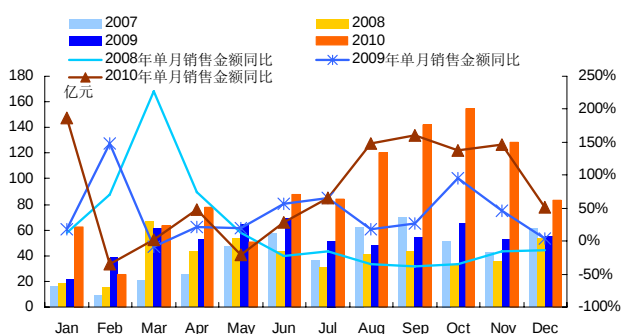


图 7: 万科累计销售面积各年同期比较

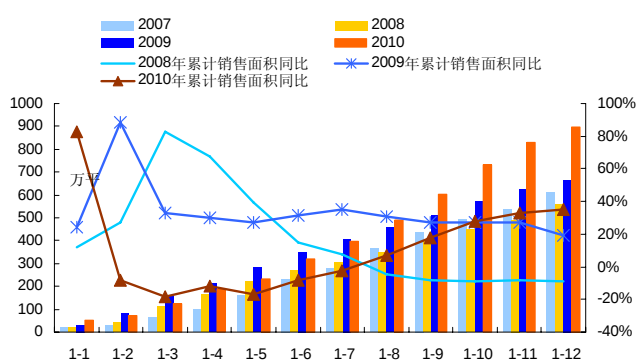
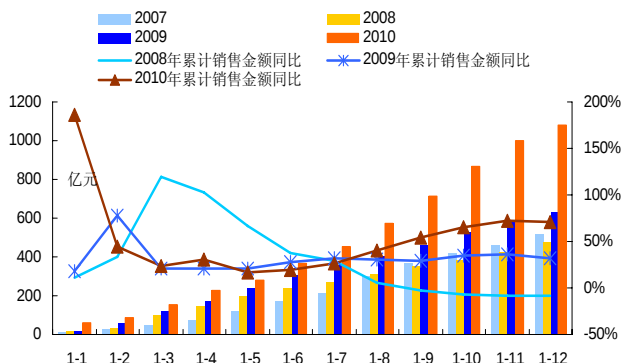


图 8: 万科累计销售金额各年同期比较



数据来源: 上市公司, 中投证券研究所

表 1: 公司 10 年 12 月新增项目情况 (单位: 万平, 亿元)

	项目	所处 城市	公司 权益	占地 面积	计容积率 建面	权益面 积	公司需支 付地价	楼面地价 (元/平)
1-11 月合计				954.0	2,154.3	1,589.9	418.3	2,631
1	深圳沙头角中心区项目	深圳	100%	13.7	34.5	36.0	29.6	8,215
2	珠海白蕉路项目	广州	100%	13.7	27.4	27.4	5.5	2,007
3	中山东凤中心区项目	南京	100%	23.7	82.9	83.0	4.4	530
4	东莞厚街镇莞太路项目	北京	100%	8.9	25.8	25.8	4.4	1,705
5	清远锦龙 #29 项目	北京	100%	7.9	31.8	31.8	3.7	1,165
6	三亚迎宾大道项目	三亚	80%	28.3	31.0	24.9	13.5	5,421
7	温州龙湾区 A02、A09 项目	温州	60%	12.5	18.0	10.8	13.8	12,778
8	南通港闸区北翼新城项目	南通	55%	10.0	21.9	12.0	2.8	2,335
9	嘉兴秀洲新区 45 号地块	嘉兴	100%	8.1	14.6	14.6	3.0	2,058
10	嘉兴秀洲新区 46 号地块	嘉兴	100%	8.5	13.6	13.6	3.2	2,353
11	鞍山惠斯勒东项目	鞍山	100%	11.8	29.6	29.5	2.8	949
12	沈阳春河小区项目	沈阳	100%	8.1	43.1	42.9	21.6	5,031
13	沈阳大榆路东 2 号项目	沈阳	51%	13.5	27.1	13.8	3.4	2,469
14	抚顺南湖项目	抚顺	100%	13.5	39.1	39.2	1.2	307
15	北京房山水碾屯改造一期	北京	50%	7.3	14.6	7.3	4.6	6,301
16	北京房山窦店镇田家园二期	北京	66%	7.2	13.8	9.1	4.0	4,384
17	重庆大竹林 G23-5 号地块	重庆	55%	6.2	15.4	8.5	2.6	3,050
18	重庆大竹林 G23-1 号地块	重庆	55%	12.1	30.1	16.6	5.0	3,005
19	重庆大竹林 G26-1、G26-6	重庆	55%	9.6	19.2	10.6	3.6	3,409
20	昆明东白沙河项目	昆明	100%	19.2	23.1	23.0	6.5	2,821
21	武汉唐家墩村旧改项目	武汉	50%	26.7	132.4	66.2	21.8	3,292
12 月合计				270.5	689.0	546.6	161.0	2,946
1-12 月合计				1,224.5	2,843.3	2,136.5	579.3	2,712

数据来源: 上市公司, 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	130323	172673	212500	233717	营业收入	48881	41060	65696	85405
现金	23002	40735	29056	21733	营业成本	34515	25047	40075	52097
应收账款	713	610	975	1268	营业税金及附加	3603	4927	7884	10249
其它应收款	7786	6668	10668	13869	营业费用	1514	1437	1971	2562
预付账款	8736	11271	10019	13024	管理费用	1442	1314	1905	2477
存货	90085	113390	161780	183821	财务费用	574	-3294	-3574	-3360
其他	1	0	1	2	资产减值损失	-524	0	0	0
非流动资产	7285	7142	6998	6855	公允价值变动收益	2	0	0	0
长期投资	3565	3565	3565	3565	投资净收益	924	1000	1300	1500
固定资产	1356	1216	1076	936	营业利润	8685	12629	18736	22880
无形资产	82	82	82	82	营业外收入	71	0	0	0
其他	2282	2279	2275	2272	营业外支出	138	0	0	0
资产总计	137609	179815	219498	240572	利润总额	8617	12629	18736	22880
流动负债	68058	101889	128695	134373	所得税	2187	3208	4759	5812
短期借款	1188	0	0	0	净利润	6430	9421	13977	17069
应付账款	16300	11829	18926	24604	少数股东损益	1100	2273	2392	2921
其他	31735	65696	85405	85405	归属母公司净利润	5330	7148	11585	14147
非流动负债	24142	24142	24142	24142	EBITDA	9364	9485	15311	19670
长期借款	17503	17503	17503	17503	EPS (元)	0.48	0.65	1.05	1.29
其他	6639	6639	6639	6639	主要财务比率				
负债合计	92200	126031	152837	158515	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	8033	10306	12698	15619	成长能力				
股本	10995	10995	10995	10995	营业收入	19.2%	-16.0%	60.0%	30.0%
资本公积	8558	8558	8558	8558	营业利润	36.5%	45.4%	48.4%	22.1%
留存收益	17546	23925	34410	46884	归属于母公司净利润	32.1%	34.1%	62.1%	22.1%
归属母公司股东权益	37376	43478	53963	66437	获利能力				
负债和股东权益	137609	179815	219498	240572	毛利率	29.4%	39.0%	39.0%	39.0%
现金流量表					净利率	10.9%	17.4%	17.6%	16.6%
单位: 百					ROE	14.3%	16.4%	21.5%	21.3%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC	18.5%	20.7%	21.8%	21.1%
经营活动现金流	9253	9846	-15442	-10500	偿债能力				
净利润	6430	9421	13977	17069	资产负债率	67.0%	70.1%	69.6%	65.9%
折旧摊销	105	150	150	150	净负债比率				
财务费用	574	-3294	-3574	-3360	流动比率	1.91	1.69	1.65	1.74
投资损失	-924	-1000	-1300	-1500	速动比率	0.58	0.58	0.39	0.37
营运资金变动	2868	5635	-24695	-22859	营运能力				
其它	201	-1066	0	0	总资产周转率	0.38	0.26	0.33	0.37
投资活动现金流	-4191	991	1290	1490	应收账款周转率	59	61	83	76
资本支出	806	0	0	0	应付账款周转率	2.36	1.78	2.61	2.39
长期投资	-1367	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	-4752	991	1290	1490	每股收益(最新摊薄)	0.48	0.65	1.05	1.29
筹资活动现金流	-3029	6896	2474	1687	每股经营现金流(最新摊薄)	0.84	0.90	-1.40	-0.95
短期借款	-3414	-1188	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.40	3.95	4.91	6.04
长期借款	8329	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	18.15	13.54	8.35	6.84
资本公积增加	705	0	0	0	P/B	2.59	2.23	1.79	1.46
其他	-8648	8084	2474	1687	EV/EBITDA	12	12	7	6
现金净增加额	2024	17733	-11678	-7324					

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李少明: 中投证券房地产行业首席分析师, 工商管理硕士, 14 年证券研究从业经验。

主要覆盖公司: 万科、保利地产、招商地产、金地集团、首开股份、滨江集团、世茂股份、苏宁环球、泛海建设、广宇发展、亿城股份、金融街、中国国贸、中华企业、冠城大通、上实发展、华发股份、大龙地产、沙河地产、胜利股份、香江控股。

张 岩: 实习生, 某国内著名大学研究生。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434