

万科A (000002.SZ)

“高周转”的胜利，行业配置的首选

 评级: **买入** 前次: **买入**

 目标价(元): **12.5-13.52**

 联系人
丁晨

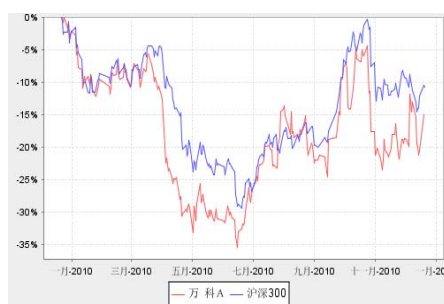
 分析师
孙国东
S0740207010008

 021-20315131
dingchen@qlzq.com.cn
2011年1月5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)	8.80
市值(百万元)	96757.85
流通市值(百万元)	85186.24

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

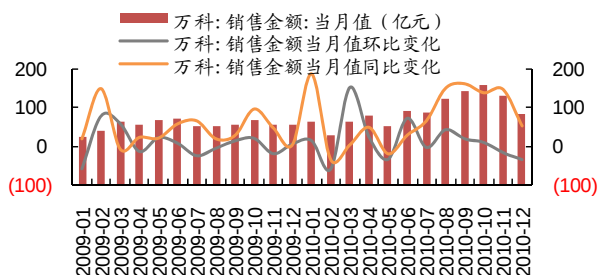
指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	40,991.7	48,881.0	52,392.3	90,795.6	117,148.
营业收入增速	15.38%	19.25%	7.18%	73.30%	29.02%
净利润增长率	-16.74%	32.15%	32.13%	62.59%	25.91%
摊薄每股收益(元)	0.37	0.48	0.64	1.04	1.31
前次预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	0.00	22.30	13.74	8.45	6.71
PEG	—	0.69	0.43	0.14	0.26
每股净资产(元)	2.90	3.40	3.97	5.01	6.32
每股现金流量	0.00	0.84	-0.36	-0.71	0.65
净资产收益率	12.65%	14.26%	16.13%	20.78%	20.74%
市净率	0.00	3.18	2.22	1.76	1.39
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

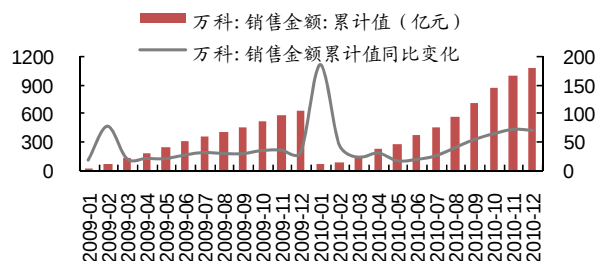
- **2010年销售业绩完美收官，提前四年完成“千亿”目标。**5日公司公布了12月销售月报。①全年累计销售面积**897.7**万平方米，销售金额**1081.6**亿元，比09年同比上涨**35.28%**和**70.55%**；12月当月实现销售面积68.9万平方米，销售金额83.5亿元，同比大涨**70.12%**和**51.82%**。②销售均价方面，12月份当月销售均价12110.01元/平米，环比下降8.66%，同比下降10.76%；全年累计销售均价12048.57元/平米，同比增长26.07%。公司完美的销售业绩主要来源于公司顺应市场形势的高周转策略。
- **土地储备保持合理水平，彰显高周转特性。**12月份拿地创单月新高，公司共获21个项目，新增建面689万平；全年共获95个项目，新增建面2948万平，是09年全年的2.21倍。虽然拿地步伐加快，但依然保持适中的储备量，因为公司今年开工超过1200万平，高出计划开工量的40%以上，我们预计公司明年开工量将达到1500万平以上，那么以此计算，2010年新增建面可供公司两年开发，这一储备水平适应了公司高周转模式的需求，既保证了开发的需要，也不占用过多的资金，战略上进可攻退可守。
- **低成本扩张，保持较高的盈利能力。**2010年下半年虽然加大了一线城市的拿地比例，但公司全年平均拿地楼面地价为2530元/平米，仅为全年累计销售均价的21%，帮助公司在保持高周转的同时锁定较高的利润水平，我们预计公司毛利可维持在40%以上。
- **丰富的可结算资源锁定业绩高增长。**公司09年末预收账款317亿，2010年销售1081.6亿元，扣除我们预测的2010年的结算收入518亿元，我们预计至2010年末可结算资源可达881亿元，是2010年结算收入的1.7倍，未来高增长可期。
- **估值和投资建议：鉴于2010年销售超预期而带来的丰富的可结算资源，我们上调2011年和2012年盈利预测。**预计公司10年、11年和12年营业收入将分别达到524亿元、908亿元和1171.48亿元，EPS分别为0.64、1.04和1.31元，净利润分别增长32%、63%和26%，对应最新股价PE为14、8和7倍，RNAV为12.5元，维持“买入”评级，目标价12.5至13.52，为行业配置首选。

图表 1: 万科销售金额当月值及其变化



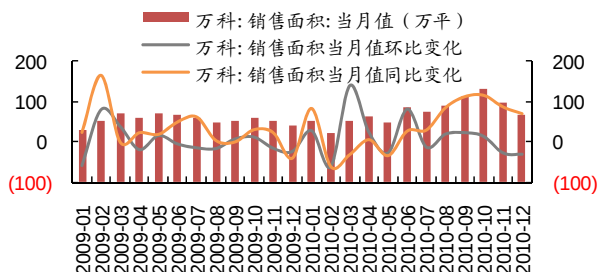
来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

图表 2: 万科销售金额累计值及其变化



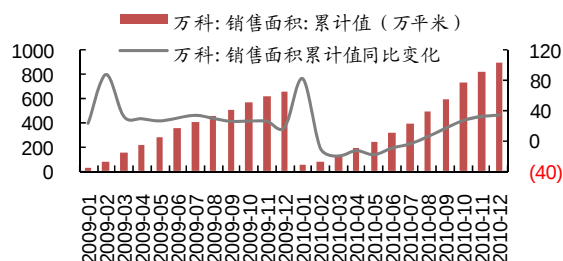
来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

图表 3: 万科销售面积当月值及其变化



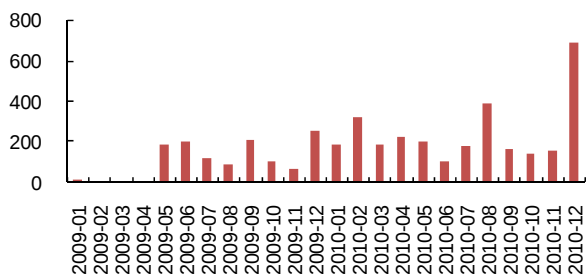
来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

图表 4: 万科销售面积累计值及其变化



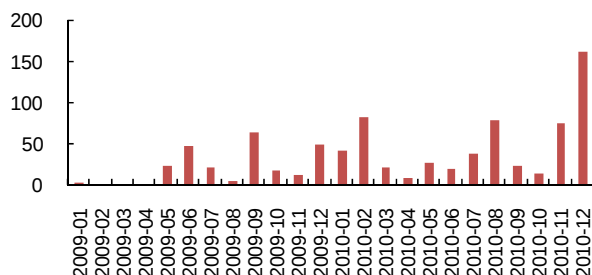
来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

图表 5: 新增土地建筑面积当月值 (万平)



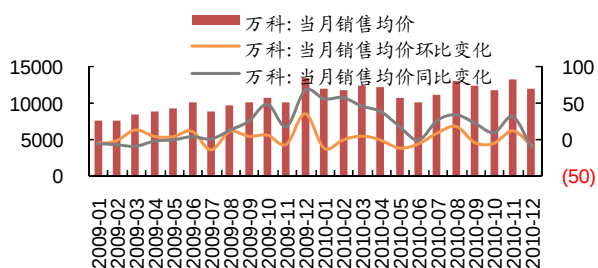
来源: 齐鲁证券研究所

图表 6: 新增权益地价当月值 (亿元)



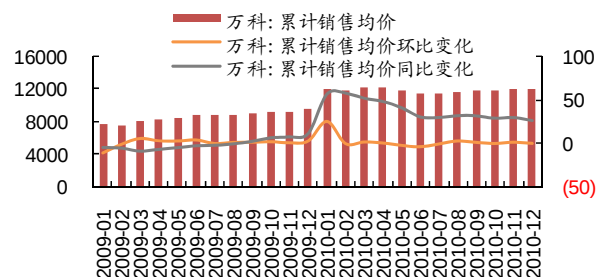
来源: 齐鲁证券研究所

图表 7: 万科当月销售均价及其变化



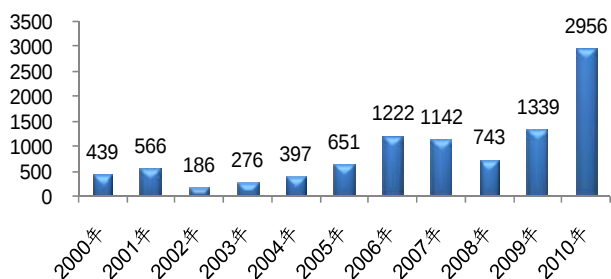
来源: 齐鲁证券研究所

图表 8: 万科累计销售均价及其变化



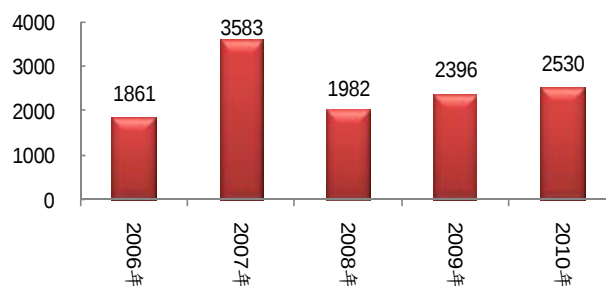
来源: 齐鲁证券研究所

图表 9: 历年新增土地建筑面积 (万平)



来源: 齐鲁证券研究所

图表 10: 历年拿地成本 (元/平)



来源: 齐鲁证券研究所

图表 11: 财务报表预测

损益表 (人民币百万元)					资产负债表 (人民币百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	48,881	52,392	90,796	117,148	货币资金	23,002	16,836	13,619	17,572
增长率	19.2%	7.2%	73.3%	29.0%	应收款项	713	1,175	1,797	2,298
营业成本	-34,515	-29,506	-51,428	-69,593	其他应收款	7,786	4,050	7,338	9,845
%销售收入	70.6%	56.3%	56.6%	59.4%	存货	90,085	160,584	192,490	214,869
毛利	14,366	22,887	39,368	47,555	其他流动资产	8,737	7,469	13,018	17,616
%销售收入	29.4%	43.7%	43.4%	40.6%	流动资产	130,323	190,113	228,262	262,200
营业税金及附加	-3,603	-8,026	-14,104	-16,395	%总资产	94.7%	96.3%	96.9%	97.3%
%销售收入	7.4%	15.3%	15.5%	14.0%	长期投资	3,957	3,957	3,957	3,957
营业费用	-1,514	-1,622	-2,812	-3,628	固定资产	1,949	1,952	1,978	2,020
%销售收入	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%	%总资产	1.4%	1.0%	0.8%	0.7%
管理费用	-1,442	-1,546	-2,678	-3,456	无形资产	113	82	79	77
%销售收入	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	非流动资产	7,285	7,257	7,280	7,319
息税前利润 (EBIT)	7,808	11,692	19,774	24,076	%总资产	5.3%	3.7%	3.1%	2.7%
%销售收入	16.0%	22.3%	21.8%	20.6%	资产总计	137,609	197,370	235,542	269,519
财务费用	-574	-578	-973	-1,133	短期借款	8,629	7,440	13,956	12,083
%销售收入	1.2%	1.1%	1.1%	1.0%	应付款项	57,324	109,552	125,866	142,983
资产减值损失	524	0	0	0	其他流动负债	2,106	2,872	3,600	4,659
公允价值变动收益	2	0	0	0	流动负债	68,058	119,865	143,422	159,725
投资收益	924	452	619	555	长期贷款	17,503	17,553	17,603	17,653
%税前利润	10.7%	3.9%	3.2%	2.4%	其他长期负债	6,639	6,639	6,639	6,639
营业利润	8,685	11,566	19,420	23,498	负债	92,200	144,057	167,664	184,017
营业利润率	17.8%	22.1%	21.4%	20.1%	普通股股东权益	37,376	43,648	55,098	69,515
营业外收支	-68	0	0	0	少数股东权益	8,033	9,665	12,780	15,987
税前利润	8,617	11,566	19,420	23,498	负债股东权益合计	137,609	197,370	235,542	269,519
利润率	17.6%	22.1%	21.4%	20.1%	比率分析				
所得税	-2,187	-2,891	-4,855	-5,874		2009	2010E	2011E	2012E
所得税率	25.4%	25.0%	25.0%	25.0%	每股指标				
净利润	6,430	8,674	14,565	17,623	每股收益 (元)	0.485	0.640	1.041	1.311
少数股东损益	1,100	1,632	3,115	3,206	每股净资产 (元)	3.399	3.970	5.011	6.322
归属于母公司的净利润	5,330	7,042	11,450	14,417	每股经营现金净流 (元)	0.842	-0.358	-0.713	0.655
净利率	10.9%	13.4%	12.6%	12.3%	每股股利 (元)	0.070	0.070	0.000	0.000
现金流量表 (人民币百万元)					回报率				
	2009	2010E	2011E	2012E	净资产收益率	14.26%	16.13%	20.78%	20.74%
净利润	6,430	8,674	14,565	17,623	总资产收益率	3.87%	3.57%	4.86%	5.35%
少数股东损益	0	1,632	3,115	3,206	投入资本收益率	11.38%	13.68%	16.77%	18.00%
非现金支出	-419	166	163	157	增长率				
非经营收益	-246	951	984	1,224	营业总收入增长率	19.25%	7.18%	73.30%	29.02%
营运资金变动	3,488	-13,731	-23,555	-11,808	EBIT增长率	-3.14%	49.74%	69.12%	21.76%
经营活动现金净流	9,253	-2,307	-4,727	10,403	净利润增长率	32.15%	32.13%	62.59%	25.91%
资本开支	664	138	186	197	总资产增长率	15.41%	43.43%	19.34%	14.42%
投资	-4,224	0	0	0	资产管理能力				
其他	697	452	619	555	应收账款周转天数	6.1	8.2	7.2	7.2
投资活动现金净流	-4,191	314	434	358	存货周转天数	930.5	1,550.4	1,078.9	984.6
股权募资	829	0	0	0	应付账款周转天数	154.4	158.9	158.9	159.4
债权募资	-909	-1,138	6,566	-1,823	固定资产周转天数	9.8	8.9	4.5	3.0
其他	-2,958	-1,403	-2,373	-1,779	偿债能力				
筹资活动现金净流	-3,038	-2,541	4,193	-3,602	净负债/股东权益	19.65%	26.17%	34.96%	21.00%
现金净流量	2,024	-4,534	-101	7,159	EBIT利息保障倍数	13.6	20.2	20.3	21.2
					资产负债率	67.00%	72.99%	71.18%	68.28%

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: 021-20315181
手机:13641659577
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

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: 021-20315112
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-68889516
手机:15806668226
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308