

买入 维持
万科 A (000002)
2011 年 4 月 20 日

销售大幅增长、财务安全稳健

房地产行业分析师：涂力磊
SAC 执业证书编号：S0850510120001
tll5535@htsec.com
021-23219747
联系人：贾亚童
jiayt@htsec.com
021-23219421

事件：

公司公布 2011 年 1 季度报。实现营业收入 79.7 亿元，净利润 12.1 亿元，同比分别增长 6.2%和 7.0%。

投资建议：

截至报告期末，公司合并报表范围内尚有 900 万平方米已售资源未竣工结算，合同金额合计约 1052 亿元。公司当前持有现金 371.9 亿，远高于短期借款和一年内到期长期借款的总和 202.9 亿元。公司 1 季度累计实现销售面积 303.8 万平方米，销售金额 355.1 亿元，同比分别增长 144.6%和 135.3%。预计公司 2011、2012 年 EPS 分别是 0.92 和 1.24 元，RNAV 在 10.3 元。按照公司 4 月 19 日 8.78 元股价计算，对应 PE 为 9.54 倍和 7.08 倍。给予公司 2011 年 13 倍市盈率，对应 11.96 元股价。目前公司财务安全性高、战略思想符合政策，维持对公司的“买入”评级。

主要内容：

1. 当季度结算面积小、但财务安全性突出。1 季度公司结算面积相比去年同期有所下降。由于当期结算的项目中核心城市所占比比较高(上海、深圳、广州三城市结算面积 24.7 万平方米，占本期结算面积的 60%，金额 61.6 亿元，占本期结算收入的 80%)，公司结算收入有所增长。期内公司实现结算面积 41.3 万平方米，同比减少 35.3%。实现结算收入 76.7 亿元，同比增长 4.2%，实现营业收入 79.7 亿元，净利润 12.1 亿元，同比分别增长 6.2%和 7.0%。

表 1 公司资产负债表、现金流量表和其他核心财务数据分析

(%)	1Q10	1Q11	Ppt	2010	海通分析
毛利率	36.72%	48.95%	12.23%	40.69%	
净利率	15.67%	14.93%	-0.74%	14.36%	
资产负债率	68.06%	76.15%	8.09%	74.69%	公司持有现金 371.9 亿，远高于短期借款和一年内到期长期借款的总和 202.9 亿元。
有息负债率	43.33%	36.66%	-6.67%	40.18%	
三项费用占收入比	9.44%	13.87%	4.43%	40.18%	
ROE	2.94%	2.65%	-0.29%	8.73%	
(百万元)	1Q10	1Q11	YOY%	2010	
总资产	148395	235358	58.60%	215637	各类存货中，已完工开发产品(现房)46.8 亿元，占比仅 3.10%
净资产	47393	56129	18.43%	54586	
货币现金	17917.62	37189.32	107.56%	37816	1 季度累计实现销售面积 303.8 万平方米，销售金额 355.1 亿元，同比分别增长 144.6%和 135.3%
预收账款	36694.59	92940.74	153.28%	74405	
经营活动现金流净额	-6800.22	-1975.21	70.95%	2237	

资料来源：公司公告、海通证券研究所

公司财务状况安全稳健，存货结构健康。期末公司持有现金 371.9 亿，远高于短期借款和一年内到期长期借款的总和 202.9 亿元。在公司各类存货中，已完工开发产品(现房)46.8 亿元，占比仅 3.10%。公司有息负债率仅为 36.66%，较 2010 年年报有所下降。

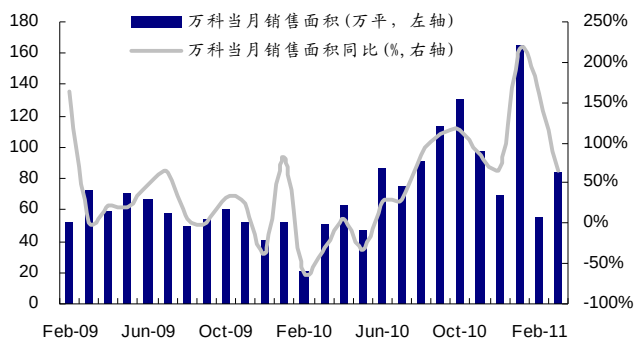
表 2 公司利润表对比

单位: 百万元	1Q10	1Q11	YOY%	海通分析
一、营业总收入	7504.97	7970.26	6.20%	公司实现结算面积 41.3 万平方米, 同比减少 35.3%
二、营业总成本	6029.8	6307.07	4.60%	
营业成本	4749.12	4068.77	-14.33%	
营业税金及附加	745.51	1094.14	46.76%	
销售费用	293.29	393.52	34.17%	
管理费用	309.25	562.68	81.95%	
财务费用	105.59	149.24	41.34%	
资产减值损失	-172.95	38.71	-122.38%	
投资净收益	67.86	-12.35	-118.20%	
三、营业利润	1541.95	1648.89	6.94%	
加: 营业外收入	18.49	29.7	60.63%	
减: 营业外支出	8.83	4.13	-53.23%	
四、利润总额	1551.61	1674.45	7.92%	
减: 所得税	375.66	484.49	28.97%	
五、净利润	1175.96	1189.96	1.19%	
减: 少数股东损益	49.38	-15.17	-130.72%	
归属母公司净利润	1126.58	1205.14	6.97%	
六、每股收益				结算主要集中在 4 季度, 预计全年业绩 0.92 元
稀释每股收益(元)	0.10	0.11	10.00%	

资料来源: 公司公告、海通证券研究所

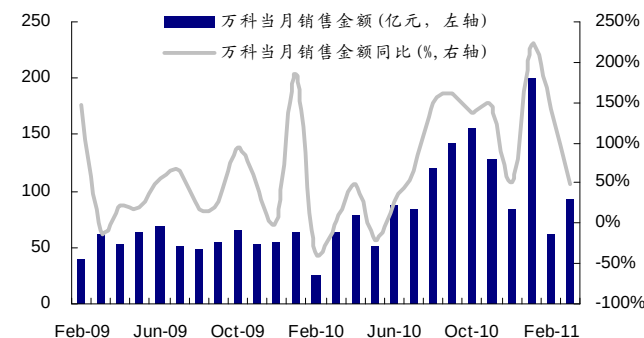
2. 产品符合政策是 1 季度销售大幅增长的主要原因: 公司 1 季度累计实现销售面积 303.8 万平方米, 销售金额 355.1 亿元, 同比分别增长 144.6%和 135.3%。1 季度销售取得较大增长, 除 1 月集中签约创下单月销售新高的原因之外, 主要还是由于公司坚持了中小户型普通住房为主的主流定位。期内公司所销售的产品中, 90 平方米以下的占 53%, 144 平方米以下的中小户型的比例为 87%。同时, 公司采取了灵活的销售策略, 保持了较好的销售速度。今年前三个月, 万科的新推盘当月销售率均超过了 60%。

图 1 万科单月销售面积



资料来源: 公司公告、海通证券研究所

图 2 万科单月销售金额



资料来源: 公司公告、海通证券研究所

3. 去化速度将保证万科在调控中具备更大优势: 相比其他开发商, 项目更高的去化速度使得万科在应对调控方面具有更大主动性; 可以采用更加灵活的推盘节奏和土地储备来应对市场变化。报告期, 公司新增加开发项目 15 个, 按万科权益计算的占地面积约 138 万平方米 (对应规划建筑面积约 309 万平方米), 平均楼面地价约 2500 元/平方米。此外, 期内公司还参与城市更新改造类项目 3 个, 根据当前规划条件, 相关项目按万科权益计算的占地面积约 47 万平方米 (对应规划建筑面积约 146 万平方米), 预计平均楼面综合改造成本和地价约 1540 元/平方米。土地储备中公司新进入芜湖、秦皇岛、太原等城市。

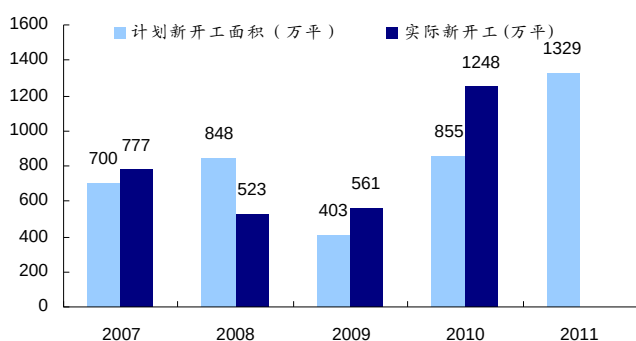
表 3 公司 1 季度土地储备

项目名称	公司权益	占地面积 (万平)	容积率	建筑面积 (万平)	权益建面 (万平)	土地成本 (亿元)
芜湖市城东新区赤铸山路项目	100%	27.70	1.80	49.40	49.40	9.90
杭州富阳高尔夫项目 A 地块	20%	7.00	1.50	10.50	2.10	1.30
杭州富阳高尔夫项目 B 地块	20%	7.00	1.20	8.40	1.68	1.30
杭州富阳高尔夫项目 C 地块	20%	6.80	1.00	6.80	1.36	1.30
东莞塘厦石潭埔 G003	100%	5.30	2.00	10.60	10.60	1.90
苏州金阊新城项目	49%	9.90	2.50	24.77	12.14	5.00
武汉长江村 B 包项目	100%	13.90	3.08	42.60	42.60	5.80
秦皇岛北部工业区项目	48%	27.10	2.40	64.23	30.83	3.20
西安长安 CA6-6-1 项目	100%	11.30	3.08	34.90	34.90	7.40
沈阳保利达项目	100%	19.90	3.00	59.80	59.80	13.60
上海嘉定区菊园新区安平路项目	100%	9.00	2.00	18.00	18.00	11.20
上海松江乐都路 B 地块项目	100%	6.80	1.60	10.90	10.90	4.70
杭州富阳高尔夫项目 D 地块	20%	6.00	1.00	6.00	1.20	0.80
天津东疆港项目	51%	25.50	1.50	38.30	19.53	6.30
深圳龙岗区桔约沙片区宗地	100%	4.20	0.54	2.20	2.20	1.40
长春净月万科城	51%	35.10	3.06	107.30	54.72	8.00
太原紫台项目	51%	9.60	3.50	32.70	16.68	2.60
武汉长征村项目	100%	28.20	3.09	87.20	87.20	14.20
合计		260.30		614.60	455.84	99.90

资料来源：公司公告、海通证券研究所

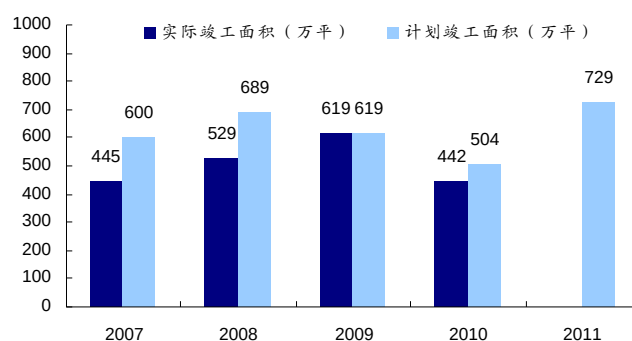
4. 公司保持原有经营计划不变：公司 1 季度实现开工面积 346 万平方米。公司表示尽管市场环境发生明显的变化，但并未超出公司的预见范围。公司将继续坚持快速开发策略，目前不会下调全年的计划开工量；但会结合限购政策下客户需求的变化，对未来供应结构进行灵活调整，以提供“适销对路”的产品。

图 3 万科计划开工面积和实际开工面积



资料来源：公司公告、海通证券研究所

图 4 万科计划竣工面积和实际竣工面积



资料来源：公司公告、海通证券研究所

5. 投资建议：维持“买入”评级。截至报告期末，公司合并报表范围内尚有 900 万平方米已售资源未竣工结算，合同金额合计约 1052 亿元，为未来的业绩体现奠定了良好基础。预计公司 2011、2012 年 EPS 分别是 0.92 和 1.24 元，RNAV 在 10.3 元。按照公司 4 月 19 日 8.78 元股价计算，对应 PE 为 9.54 倍和 7.08 倍。维持对公司的“买入”评级。

风险提示：行业面临加息和政策调控两大风险。

损益表(人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	40,992	48,881	50,714	70,589	91,086	103,901
增长率(%)	15.4	19.2	3.7	39.2	29.0	14.1
营业成本	-25,005	-34,515	-30,073	-44,296	-57,214	-63,368
营业成本/销售收入(%)	61.0	70.6	59.3	62.8	62.8	61.0
毛利	15,987	14,366	20,640	26,294	33,872	40,533
毛利率(%)	39.0	29.4	40.7	37.2	37.2	39.0
营业税金及附加	-4,534	-3,603	-5,624	-8,201	-10,230	-11,649
营业税金及附加/销售收入	11.1	7.4	11.1	11.6	11.2	11.2
营业费用	-1,860	-1,514	-2,079	-2,118	-2,733	-3,117
营业费用/销售收入(%)	4.5	3.1	4.1	3.0	3.0	3.0
管理费用	-1,531	-1,442	-1,846	-2,118	-2,733	-3,117
管理费用/销售收入(%)	3.7	2.9	3.6	3.0	3.0	3.0
息税前利润(EBIT)	8,061	7,808	11,091	13,858	18,177	22,650
EBIT/销售收入(%)	19.7	16.0	21.9	19.6	20.0	21.8
财务费用	-657	-574	-504	-1,147	-991	-933
财务费用/销售收入(%)	1.6	1.2	1.0	1.6	1.1	0.9
资产减值损失	-1,268	524	545	9	-33	33
公允价值变动收益	19	2	-15	0	0	78
投资收益	209	924	778	980	950	1,000
投资收益/税前利润(%)	0.0	0.1	6.5	7.2	5.2	4.4
营业利润	6,365	8,685	11,895	13,700	18,103	22,828
营业利润率(%)	15.5	17.8	23.5	19.4	19.9	22.0
营业外收支	-43	-68	46	0	0	0
税前利润	6,322	8,617	11,941	13,700	18,103	22,828
利润率(%)	15.4	17.6	23.5	19.4	19.9	22.0
所得税	-1,682	-2,187	-3,101	-3,425	-4,345	-5,250
所得税率(%)	26.6	25.4	26.0	25.0	24.0	23.0
净利润	4,640	6,430	8,840	10,275	13,758	17,578
少数股东损益	607	1,100	1,556	110	163	228
归属于母公司的净利润	4,033	5,330	7,283	10,165	13,596	17,349
净利率(%)	9.8	10.9	14.4	14.4	14.9	16.7

现金流量表(人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	4,640	6,430	8,840	10,275	13,758	17,578
少数股东损益	607	1,100	1,556	110	163	228
非现金支出	1,374	-429	-429	87	86	87
非经营收益	-519	-246	-661	549	585	401
营运资金变动	-4,757	2,868	-5,981	2,257	-9,912	-1,481
经营活动现金净流	1,345	9,724	3,325	13,277	4,680	16,813
资本开支	210	664	261	-32	7	10
投资	-3,009	-4,224	-3,248	928	0	0
其他	375	697	1,318	980	950	1,078
投资活动现金净流	-2,844	-4,191	-2,192	1,940	943	1,068
股权募资	473	829	1,979	0	0	0
债权募资	8,395	-909	15,085	819	-1,345	0
其他	-3,058	-2,958	-4,015	-1,529	-1,515	-1,479
筹资活动现金净流	5,810	-3,038	13,049	-710	-2,860	-1,479
现金净流量	4,311	2,495	14,182	14,507	2,763	16,402

资料来源：海通证券研究所

资产负债表(人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	19,978	23,002	37,817	52,215	54,815	70,988
应收款项	923	713	1,594	1,261	1,644	1,869
存货	85,899	90,085	133,333	175,028	182,420	183,459
其他流动资产	3,161	16,523	32,776	10,562	13,320	15,193
流动资产	109,960	130,323	205,521	239,066	252,199	271,509
流动资产/总资产(%)	95.1	94.8	95.5	96.6	96.8	97.0
长期投资	2,684	3,794	4,623	3,794	3,794	3,794
固定资产	1,468	1,967	2,003	1,800	1,721	1,645
固定资产/总资产(%)	1.3	1.4	0.9	0.7	0.7	0.6
无形资产	25	113	406	136	136	136
非流动资产	5,627	7,140	9,731	8,429	8,330	8,253
非流动资产/总资产(%)	4.9	5.2	4.5	3.4	3.2	3.0
资产总计	115,587	137,463	215,252	247,494	260,529	279,763
短期借款	17,866	8,629	16,784	17,618	16,273	16,273
应付款项	46,810	57,324	108,143	132,127	132,356	133,622
其他流动负债	-81	2,140	4,765	2,170	2,594	2,952
流动负债	64,595	68,093	129,692	151,914	151,223	152,847
长期贷款	9,174	17,503	24,790	24,790	24,790	24,790
其他长期负债	6,690	6,639	6,610	6,610	6,610	6,610
负债	80,460	92,234	161,092	183,315	182,624	184,247
普通股股东权益	31,892	37,376	44,234	54,399	67,994	85,344
少数股东权益	6,927	8,033	10,354	10,463	10,626	10,854
负债股东权益合计	119,278	137,643	215,680	248,177	261,244	280,445

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标(元)						
每股收益	0.367	0.485	0.662	0.925	1.236	1.578
每股净资产	2.901	3.399	4.023	4.948	6.184	7.762
每股经营现金净流	-0.003	0.842	0.203	4.237	1.454	5.337
每股股利	0.000	0.070	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率(%)						
净资产收益率	12.6	16.3	16.5	18.7	20.0	20.3
总资产收益率	3.4	3.9	3.4	4.1	5.2	6.2
投入资本收益率	9.5	14.8	13.6	18.0	20.4	25.3
增长率(%)						
营业总收入增长率	15.4	19.2	3.7	39.2	29.0	14.1
EBIT增长率	2.8	-3.1	42.0	24.9	31.2	24.6
净利润增长率	-16.7	32.1	847.5	39.6	33.7	27.6
总资产增长率	19.1	15.4	56.7	15.1	5.3	7.3
资产管理能力(天)						
应收账款周转天数	8.0	6.1	6.7	6.5	6.6	6.6
存货周转天数	1,112.1	930.5	1,620.9	1,441.7	1,163.3	1,056.3
应付账款周转天数	19.4	95.7	70.2	78.7	75.9	76.8
固定资产周转天数	8.2	9.8	9.3	6.2	4.6	3.8
偿债能力(%)						
净负债/股东权益	33.1	19.6	17.6	-6.1	-10.1	-25.1
EBIT利息保障倍数(倍)	12.3	13.6	22.0	12.1	18.3	24.3
资产负债率	67.5	67.0	74.7	73.9	69.9	65.7

信息披露

分析师声明

涂力磊：房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：万科 A、保利地产、招商地产、金地集团、华侨城 A、金融街、首开股份、北京城建、苏宁环球、万通地产、荣盛发展、滨江集团、广宇集团、亿城股份和新潮实业。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
		中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。