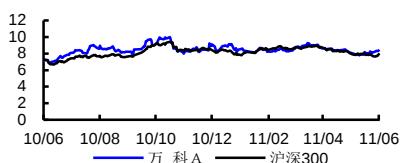


证券研究报告—动态报告
房地产
房地产开发
万 科 A (000002)
推荐

(维持评级)

2011 年 6 月 27 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本 (百万股)	10,995.2/9,660.9
总市值 (百万元)	92,139.9/91,977.6
沪深 300/深圳成指	2,746.21/11,996.08
12 个月最高/最低 (元)	9.90/6.68

相关研究报告:

《万科-000002-5 月销售数据点评: 销售超预期, 正走出囚徒困境》——2011-6-7

《万科-000002-2011 年 3 月份销售数据快评: 逆境中, 龙头的步伐依然稳健》——2011-4-7

《万科-000002-均好中提效, 调高 2011 年业绩预测》——2011-3-8

《万科-000002-站上“千亿”新起点》——2011-1-5

证券分析师: 方焱

电话: 0755-82130648

E-mail: fangyan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120001

证券分析师: 区瑞明

电话: 0755-82130678

E-mail: ourm@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120051

更新报告

中国房地产业的持续领跑者

●近期经营亮点

①1~5 月份销售金额 524 亿元, 同比增长 87%; ②一季度末已销售待结算合同金额 1052 亿元 (加上 4、5 月份的销售后, 可达 1221 亿元), 相当于 2010 年结算量的 2.1 倍, 接近 2010 年的销售规模; ③净资产回报率、结算利润率回到历史最好水平, 费用率降到近年新低; ④净负债率为 07 年以来最低, 一季度末持有货币资金 372 亿元; ⑤新增绿色三星住宅面积占全国总量的 54%。

●销售结构分析

1~5 月份实现销售面积 453 万平, 销售金额 524 亿元, 分别同比增长 93%和 87%, 分别大幅跑赢全行业 92 和 69 个百分点, 销售结构: 90 平米以下占 53%, 144 平方米以下占 87%, 普通住宅占比持续保持在高位; 首次置业产品占 37%, 改善性需求占 46%, 其他需求占 17%; 客户一次性付款金额比例为 35%, 使用按揭方式购房的金额中, 贷款平均首付比例为由去年的 36%上升到 41%。

●财务稳健, 扩张审慎

3 月末, 扣除预收账款后的负债占总资产的比例为 36.7%, 较年初下降 3.5 个百分点; 净负债率为 17.3%, 较年初略有降低, 在同行中处于低位; 货币资金 371.9 亿元, 较年初减少 1.7%, 仍远高于短期借款和一年内到期长期借款的总和 202.9 亿元。截至 3 月末, 未竣工建面超过 6000 万平, 足以支撑公司 6-8 年发展, 1-5 月合计需支付权益地价仅为 133 亿元, 同比大幅下降 28%, 且基本是合作和并购方式获取, 对地方财政贡献不大, 今年前 5 个月累计权益地价/累计销售额为 0.25, 去年同期则为 0.66, 显示公司拿地意愿极其淡薄。

●增长确定, 估值低廉, 维持推荐

公司治理结构优, 前期管理层的变化不会影响公司未来发展。预计今年合同销售额有望突破 1200 亿, 同比增长 20%, 我们认为, 丰厚的预收款和良好的销售预期使得公司 11、12 年业绩增长有保障, 未来三年 EPS 预计分别为 0.90、1.22 和 1.50 元, RNAV 为 12 元/股, P/NAV0.7, 维持推荐。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	48,881.01	50,713.85	75,564	97,250	127,398
(+/-%)	19.25%	3.75%	49.0%	28.7%	31.0%
净利润(百万元)	5,329.74	7,283.13	9928	13419	16480
(+/-%)	32.15%	36.65%	36.3%	35.2%	22.8%
每股收益 (元)	0.48	0.66	0.90	1.22	1.50
EBIT Margin	19.36%		23.5%	24.6%	22.9%
净资产收益率 (ROE)	14.26%	16.47%	20.7%	25.1%	27.5%
市盈率 (PE)	17.29	12.65	9.3	6.9	5.6
EV/EBITDA	12.19		14.1	10.7	11.1
市净率 (PB)	2.47	2.08	1.92	1.73	1.54

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	37817	21000	20000	20500
应收款项	16532	15306	11190	17452
存货净额	133333	158353	180182	240978
其他流动资产	17838	15303	10698	17836
流动资产合计	205521	209962	222071	296766
固定资产	1984	162	87	69
无形资产及其他	374	359	344	329
投资性房地产	3265	3265	3265	3265
长期股权投资	4494	4994	5594	5894
资产总计	215638	218743	231361	306322
短期借款及交易性金融负债	16784	17807	27642	61260
应付款项	16924	23544	29601	39018
其他流动负债	95943	86718	76867	100969
流动负债合计	129651	128069	134110	201247
长期借款及应付债券	30612	30612	30612	30612
其他长期负债	789	729	702	712
长期负债合计	31401	31341	31314	31324
负债合计	161051	159409	165423	232571
少数股东权益	10354	11302	12539	13926
股东权益	44233	48031	53399	59826
负债和股东权益总计	215638	218743	231361	306322

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.66	0.90	1.22	1.50
每股红利	0.37	0.56	0.73	0.91
每股净资产	4.02	4.37	4.86	5.44
ROIC	10%	13%	16%	16%
ROE	16%	21%	25%	28%
毛利率	41%	40%	41%	40%
EBIT Margin	22%	23%	25%	23%
EBITDA Margin	22%	24%	25%	23%
收入增长	4%	49%	29%	31%
净利润增长率	37%	36%	35%	23%
资产负债率	79%	78%	77%	80%
息率	4.4%	6.7%	8.7%	10.9%
P/E	12.7	9.3	6.9	5.6
P/B	2.1	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	22.6	14.1	10.7	11.1

资料来源：国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	50714	75564	97250	127398
营业成本	30073	45263	57475	76566
营业税金及附加	5624	7436	9774	13160
销售费用	2079	2622	3122	4650
管理费用	1846	2501	2991	3824
财务费用	504	1561	2028	3012
投资收益	778	200	150	180
资产减值及公允价值变动	530	(100)	0	230
其他收入	0	0	0	0
营业利润	11895	16282	22011	26596
营业外净收支	46	0	0	0
利润总额	11941	16282	22011	26596
所得税费用	3101	4231	5723	6649
少数股东损益	1556	2122	2869	3467
归属于母公司净利润	7283	9928	13419	16480

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	7283	9928	13419	16480
资产减值准备	(21)	1973	135	311
折旧摊销	96	114	155	172
公允价值变动损失	(530)	100	0	(230)
财务费用	504	1561	2028	3012
营运资本变动	(8600)	(21952)	(16793)	(40355)
其它	714	(1024)	1102	1075
经营活动现金流	(1058)	(10861)	(1983)	(22546)
资本开支	(640)	(350)	(200)	(220)
其它投资现金流	1	0	(1)	1
投资活动现金流	(1567)	(850)	(801)	(519)
权益性融资	1979	0	0	0
负债净变化	7288	0	0	0
支付股利、利息	(4039)	(6129)	(8052)	(10053)
其它融资现金流	8964	1023	9835	33618
融资活动现金流	17440	(5106)	1783	23566
现金净变动	14815	(16817)	(1000)	500
货币资金的期初余额	23002	37817	21000	20000
货币资金的期末余额	37817	21000	20000	20500
企业自由现金流	(933)	(9056)	840	(18505)
权益自由现金流	15319	(9188)	9174	12855

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340	技术分析	
交通运输		银行		闫 莉	010-88005316
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	房地产	
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	方 焱	0755-82130648
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	区瑞明	0755-82130678
周 俊	0755-82130833-6215	汽车及零配件		黄道立	0755- 82133397
商业贸易		钢铁及新材料		医药	
孙菲菲	0755-82130722	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
祝 彬	0755-82131528	基础化工		秦 波	010-66026317
机械		刘旭明	010-66025272	郭 莹	010-88005303
郑 武	0755- 82130422	张栋梁	0755-82130532	有色金属	
陈 玲	0755-82130646	罗 洋	0755-82150633	贺平鸽	0755-82133396
杨 森	0755-82133343	吴琳琳	0755-82130833-1867	丁 丹	0755- 82139908
后立尧	010-88005327	梁 丹	0755- 82134323	杜佐远	0755-82130473
电力设备与新能源		传媒		谭权胜	0755-82136019
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	021-60933163	胡博新	0755-82133263
张 弢	010-88005311	非银行金融		刘 勃	0755-82130833-1845
电力与公用事业		邵子钦	0755- 82130468	通信	
徐颖真	021-60875162	田 良	0755-82130513	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	童成敦	0755-82130513	计算机	
造纸		家电		段迎晟	0755- 82130761
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	欧阳仕华	0755-82151833
邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150	农业	
电子元器件		纺织服装		张 如	021-60933151
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	食品饮料	
高耀华	0755-82130771	旅游		黄 茂	0755-82138922
建材		曾 光	0755-82150809	研究支持	
郑 东	010- 66025270	新兴产业		沈 瑞	0755-82132998
马 彦	010-88005304	陈 健	010-66022025	雷 达	0755-82132098
建筑		李筱筠	010-66026326	余 辉	0755-82130741
邱 波	0755-82133390	基金评价与研究		王越明	0755-82130478
刘 萍	0755-82130678	杨 涛	0755-82133339	量化投资策略	
数量化投资产品		康 亢	010-66026337	葛新元	0755-82133332
焦 健	0755-82133928	刘舒宇	0755-82133568	董艺婷	021-60933155
阳 瑾	0755-82133538	李 腾	0755-82130833-6223	程景佳	010-88005326
周 琦	0755-82133568	刘 洋	0755-82150566	郑 云	021-60875163
邓 岳	0755- 82150533	潘小果	0755-82130843	毛 甜	021-60933154
量化交易策略与技术		数据与系统支持		李荣兴	021-60933165
戴 军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174	数量化投资产品	
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090	焦 健	0755-82133928
彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165	阳 瑾	0755-82133538
秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397	周 琦	0755-82133568
		袁 剑	0755-82139918	邓 岳	0755- 82150533

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
原 玮	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温 馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	
						郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn	