

有空间、有弹性，很值得一买

—— 万科 6 月销售数据点评

事件：

2011 年 6 月份公司实现销售面积 112.8 万平方米，销售金额 132.3 亿元，分别同比增 31.7% 和 50.8%。2011 年 1~6 月份，累计实现销售面积 565.5 万平方米，销售金额 656.5 亿元，分别同比增 76.6% 和 78.6%。

我们的观点

- 受益于多区域的均衡布局、灵活的定价策略、优秀的综合开发能力，公司销售依然保持高增长，大幅跑赢行业。虽 6 月全国住宅销售数据尚未出炉，但我们预计 1-6 月增幅不会较 1-5 月大幅变化，其中 1-5 月全国住宅销售面积增速仅为 8.5%。从我们跟踪的 14 个主要城市来看，1-6 月销售面积同比下降约 13%，而公司却实现了 76.6% 的大幅增长。公司销售大幅跑赢行业的主要原因是：1、公司布局城市已达 46 个，涉及一二三四线城市，拥有 200 多个项目，“多触角”规避了单一区域风险，同时更有进攻性；2、公司重视周转，积极定价；3、在整体市场处于相对均衡时，购房者对住房的关注点和要求增多，公司在产品设计、物业服务、环境、品牌、营销策划等各个方面都很高的综合开发能力更能满足当前客户需求。这也就是，我们一再认为，在行业相对弱势中，大龙头仍有望逆势增长的核心理由。
- 估值仍在历史底部，股价上涨空间可能达到 50%。11 年业绩锁定性达 126%，只要房价不发生大幅下降，公司不面临存货减值，则实现我们预测的 0.89 元的 EPS 的确定性非常高，而此盈利对应 PE 仍不到 10 倍，回看历史，即使是在 10 年行业受高压政策打压下，万科当年动态 PE 也实现了从底部 10 倍到 15 倍的跨越，而未来我们预计政策压力不会过大 10 年，相反，在高库存、土地市场低迷的情况下，市场对政策放松预期也在增强，公司 PE 上升到 10 年高点甚至突破都完全有可能。
- 公司具有较强的业绩超预期能力。悲观预测下，公司 11 年销售 1100 亿，则 11+12 年营业收入锁定率 115%，中性预测下，销售 1200 亿，则 11+12 年收入锁定率 121%。而超过锁定的部分也许意味着我们的盈利预测低估了，公司未来两年有很强的超预期释放业绩的能力。
- 维持对公司 2011 年-2012 年 EPS 分别为 0.89 元、1.21 元的预测，目标价 13 元。目前公司重估净资产 RNAV 为 10.35 元（折现率 9%），折价约 17%。维持公司“买入”评级。
- 风险：房地产再次出台调控政策，房价大幅下跌；

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨国华

房地产行业高级分析师

8601-66210585

yangguohua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210030001

联系人

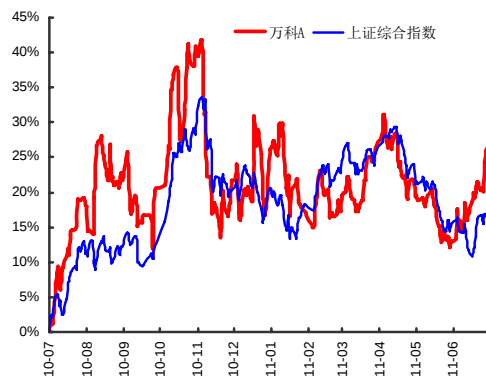
周强

010-66210621

zhouqiang@orientsec.com.cn

投资评级	买入	增持	中性	减持	(维持)
股价（2011 年 7 月 4 日）	8.71 元				
目标价格（6 个月）	13.30 元				
总股本/A 股（万股）	1099521/ 965608				
A 股市值（亿元）	957				
国家/地区	中国				
行业	房地产				
报告发布日期	2011 年 7 月 5 日				

股价表现



财务预测

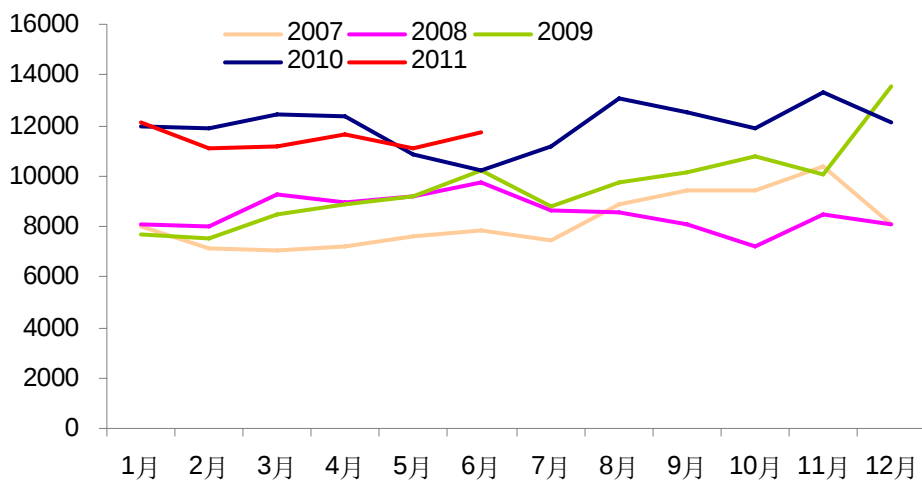
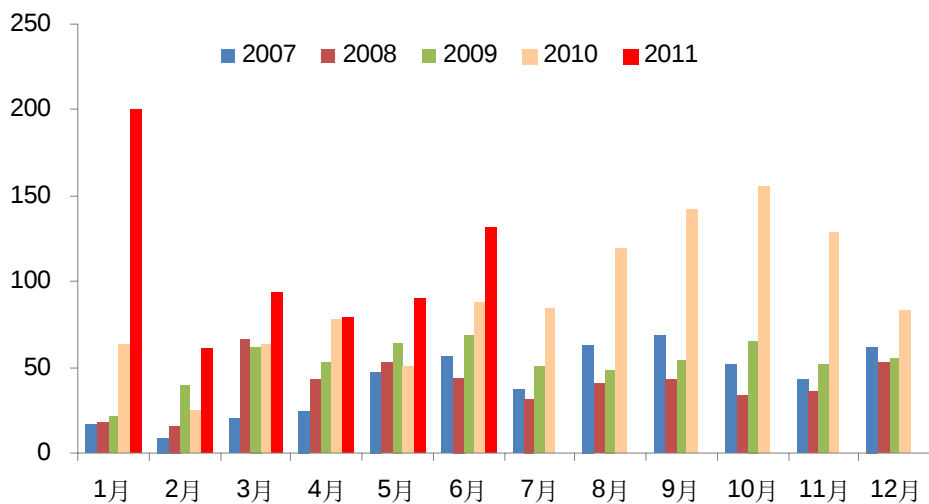
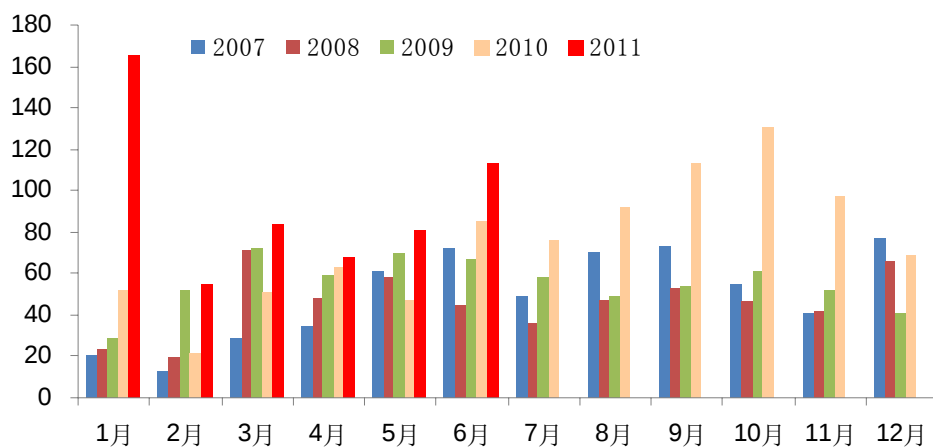
(百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	50714	65188	102317	126681
收入同比	4%	29%	57%	24%
归属母公司净利润	7283	9770	13329	16531
净利润同比	37%	34%	36%	24%
毛利率(%)	40.7%	39.9%	37.7%	37.7%
ROE(%)	16.5%	18.4%	20.5%	20.7%
每股收益(元)	0.66	0.89	1.21	1.50
P/E (倍)	12.83	9.57	7.01	5.65
P/B (倍)	2.11	1.76	1.43	1.17

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

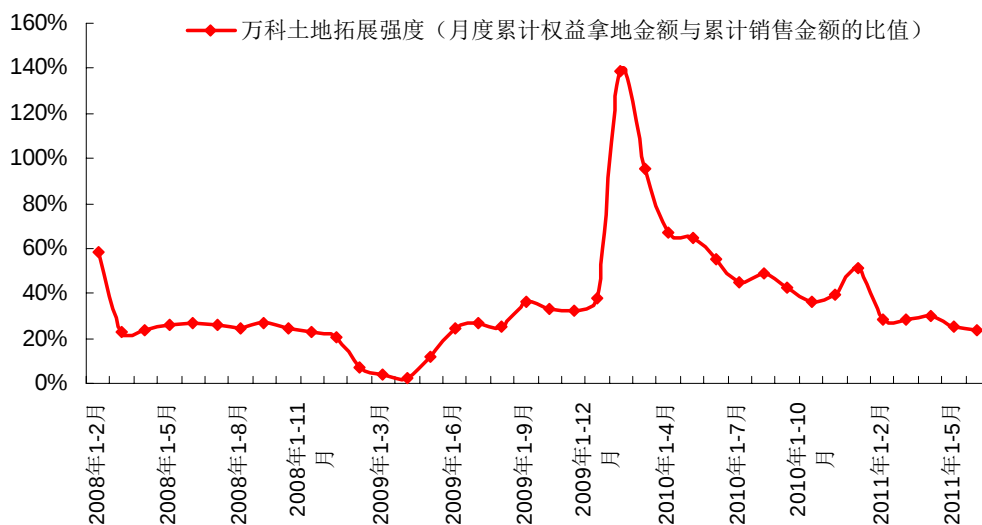
相关研究报告

《实力，用数据说话》	2011-04-07
《调控中仍将前行》	2011-03-08
《股价已隐含较悲观假设》	2010-12-05

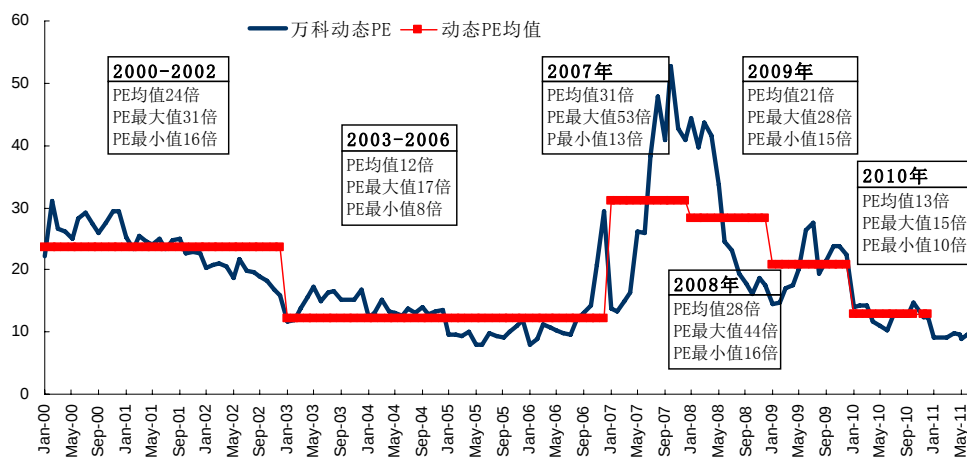
图：截至 11 年 6 月万科月度销售面积（万平米）、销售金额（亿元）、销售均价（元/平米）



资料来源：东方证券研究所

图：万科土地拓展强度处于低位，拿地仍相对谨慎


资料来源：东方证券研究所

图：万科动态 PE 处历史底部区域，和 10 年比，提升空间仍很大


资料来源：东方证券研究所

表：万科财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	205521	238251	282484	327267	营业收入	50714	65188	102317	126681
现金	37817	30151	22123	25329	营业成本	30074	39162	63761	78962
应收账款	1594	1585	2563	3277	营业税金及附加	5624	6519	10231	12668
其他应收款	14938	19079	30005	37153	营业费用	2079	2672	4093	5067
预付账款	17838	15665	25504	31585	管理费用	1846	2373	3479	4307
存货	133333	171771	202288	229924	财务费用	504	-141	-73	-388
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	-545	0	0	0
非流动资产	10117	9266	9765	10244	公允价值变动收益	-15	0	0	0
长期投资	4494	5000	5500	6000	投资净收益	778	778	778	778
固定资产	1220	1654	1789	1836	营业利润	11895	15381	21605	26843
无形资产	374	82	82	82	营业外收入	72	69	70	70
其他非流动资产	4030	2530	2394	2326	营业外支出	26	76	70	64
资产总计	215638	247517	292249	337511	利润总额	11941	15374	21606	26849
流动负债	129651	153385	178097	199920	所得税	3101	3649	5207	6518
短期借款	1478	1000	1000	1000	净利润	8840	11725	16399	20331
应付账款	16924	20550	33708	42090	少数股东损益	1556	1956	3069	3800
其他流动负债	111249	131835	143389	156830	归属母公司净利润	7283	9770	13329	16531
非流动负债	31401	36441	41430	46429	EBITDA	12516	15363	21683	26626
长期借款	24791	29791	34791	39791	EPS (元)	0.66	0.89	1.21	1.50
其他非流动负债	6610	6650	6640	6638	主要财务比率				
负债合计	161051	189826	219527	246349		2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	10354	12309	15379	19179	成长能力				
股本	10995	10995	10995	10995	营业收入	3.7%	28.5%	57.0%	23.8%
资本公积	8789	8789	8789	8789	营业利润	37.0%	29.3%	40.5%	24.2%
留存收益	24058	33058	45007	59652	归属于母公司净利润	36.7%	34.1%	36.4%	24.0%
归属母公司股东权益	44233	53195	65156	79797	获利能力				
负债和股东权益	215638	247517	292249	337511	毛利率(%)	40.7%	39.9%	37.7%	37.7%
现金流量表					净利率(%)	14.4%	15.0%	13.0%	13.0%
单位:百万元					ROE(%)	16.5%	18.4%	20.5%	20.7%
	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	16.0%	15.6%	16.9%	17.2%
经营活动现金流	2237	-5578	-6543	-423	偿债能力				
净利润	8840	11725	16399	20331	资产负债率(%)	74.7%	74.3%	73.2%	71.3%
折旧摊销	117	123	151	171	净负债比率(%)	25.81%	24.28%	20.86%	20.62%
财务费用	504	-141	-73	-388	流动比率	1.59	1.55	1.59	1.64
投资损失	-778	-778	-778	-778	速动比率	0.56	0.43	0.45	0.49
营运资金变动	-5981	-16363	-22399	-19878	营运能力				
其他经营现金流	-464	-144	157	118	总资产周转率	0.29	0.28	0.38	0.40
投资活动现金流	-2192	414	128	128	应收账款周转率	43	40	49	43
资本支出	262	150	150	150	应付账款周转率	1.81	2.09	2.35	2.08
长期投资	-1901	506	500	500	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-3831	1071	778	778	每股收益(最新摊薄)	0.66	0.89	1.21	1.50
筹资活动现金流	13025	12313	-1613	3502	每股经营现金流(最)	0.20	0.00	0.00	0.00
短期借款	290	-478	0	0	每股净资产(最新摊)	4.02	4.84	5.93	7.26
长期借款	7288	5000	5000	5000	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	13.15	9.80	7.18	5.79
资本公积增加	232	232	0	0	P/B	2.17	1.80	1.47	1.20
其他筹资现金流	5215	7560	-6613	-1498					
现金净增加额	13094	7149	-8028	3206					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn