

万科 A (000002.SZ)

需要超越的仅仅是自己

评级: **买入**

前次: **买入**

目标价(元):

11.53-12.87

联系人

分析师

丁晨

周涛

S0740510120015

021-20315131

021-20315158

dingchen@qlzq.com.cn

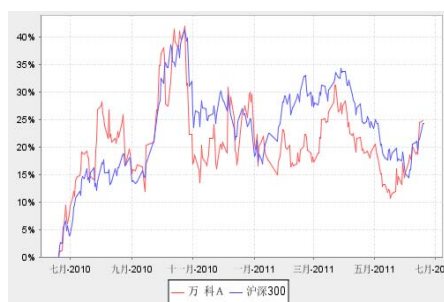
zhoutao@qlzq.com.cn

2011 年 7 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)	8.71
市值(百万元)	95768.28
流通市值(百万元)	84315.02

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	48,881.0	50,713.8	91,445.6	117,798.	143,690.
营业收入增速	19.25%	3.75%	80.32%	28.82%	21.98%
净利润增长率	32.15%	36.65%	48.72%	18.34%	11.98%
摊薄每股收益(元)	0.48	0.66	0.99	1.17	1.31
前次预测每股收益(元)	—	—	0.99	1.17	1.31
市场预测每股收益(元)	—	—	0.91	1.15	1.45
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	8.8%	1.7%	-9.7%
市盈率(倍)	22.30	12.41	8.97	7.58	6.77
PEG	0.69	0.34	0.18	0.41	0.57
每股净资产(元)	3.40	4.02	4.91	6.07	7.38
每股现金流量	0.84	0.20	1.40	0.11	0.28
净资产收益率	14.26%	16.47%	20.07%	19.19%	17.69%
市净率	3.18	2.04	1.80	1.46	1.20
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

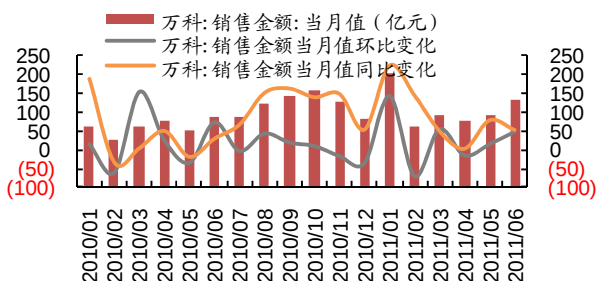
投资要点

- 往往能在弱市中给予市场惊喜, 2011 年上半年销售额已超越 09 全年, 是 2010 年的 61%。公司公布了 6 月销售月报。①上半年累计销售面积 **565.5 万平方米**, 销售金额 **656.5 亿元**, 同比上涨 **77%**和 **79%**; 6 月当月实现销售面积 **112.8 万平方米**, 销售金额 **132.3 亿元**, 同比上涨 **32%**和 **51%**, 环比上涨 **39%**和 **47%**。②销售均价方面, 6 月份当月销售均价 **11728.72 元/平米**, 环比上涨 **5.44%**, 同比上涨 **14.61%**; 全年累计销售均价 **11609.2 元/平米**, 同比增长 **1.1%**。公司远高于市场的销售业绩增速仍然源于公司顺应市场形势的高周转策略和产品优势。
- **2011 年去化为主, 拿地速度放缓。**上半年共新增土地储备 898 万平, 比去年同期下降了 26%, 仅为去年全年的 30%。由于去年公司加快拿地进程, 去年新增的建面 3000 万平可供两年开发, 因此今年公司的任务主要是去化, 必将放缓拿地速度, 保持适中的储备量。公司年开工量大约在 1300-1500 万平, 公司一般保证 3 年的开发量以适应高周转策略, 因此我们预计公司下半年拿地速度仍将维持在上半年水平。
- **销售均价涨势放缓, 但土地成本控制得力, 未来仍能保持较高的盈利能力。**公司销售均价涨势放缓, 上半年累计销售均价 11609 元, 同比微涨 1.1%。但公司土地成本控制较好, 依然以二三线城市为扩张重点, 上半年在二三线城市拿地比例为 86%, 尤其加大了环渤海地区拿地比例, 达到 41%; 上半年新增土地储备的楼面地价为 2430 元/平米, 与 2010 年和 2009 年基本持平, 仅为上半年累计销售均价的 21%, 即使下半年销售均价有所下降, 公司也能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。
- **未来两年业绩锁定性强。**公司 10 年末预收账款 744 亿, 若保守假设全年销售额达到 1200 亿元, 那么也完全锁定了我们预测的 11 年和 12 年业绩; 而公司下半年推盘量一般高于上半年, 因此预计下半年销售额超越上半年概率较大, 全年销售额达到 1400 亿难度较低。11 年和 12 年业绩增长无忧。

请务必阅读正文之后的重要声明部分

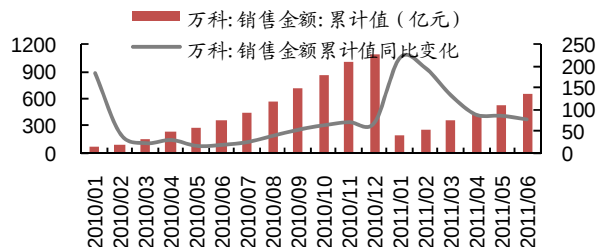
- **估值和投资建议：**我们暂不调整对公司的盈利预测，预计公司 11 年、12 年和 13 年营业收入将分别达到 914 亿元、1178 亿元和 1437 亿元，EPS 分别为 0.99、1.17 和 1.31 元，对应最新股价 PE 为 9、8 和 7 倍，RNAV 为 11.53 元，目前折价 23%，维持“买入”评级，目标价 11.53 至 12.87 元。

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



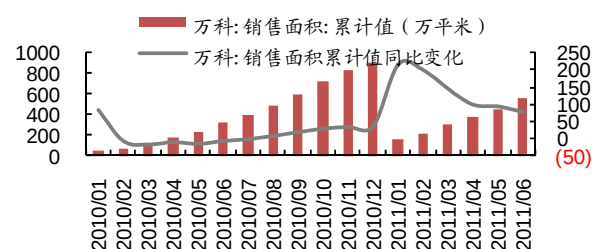
来源：公司公告，齐鲁证券研究所

图表 3：万科销售面积当月值及其变化



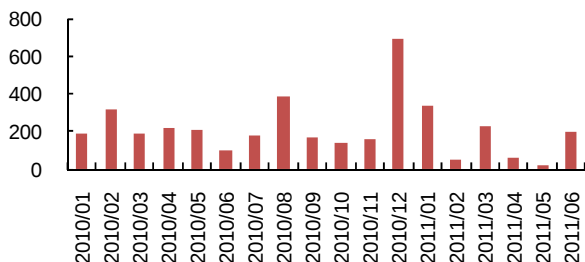
来源：公司公告，齐鲁证券研究所

图表 4：万科销售面积累计值及其变化



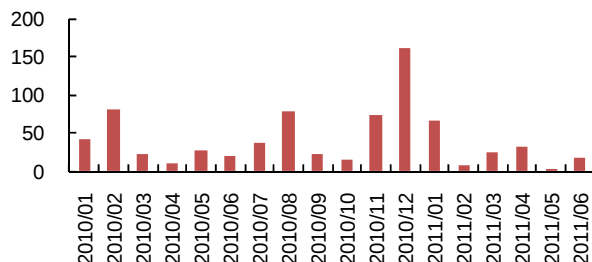
来源：公司公告，齐鲁证券研究所

图表 5：新增土地建筑面积当月值(万平)



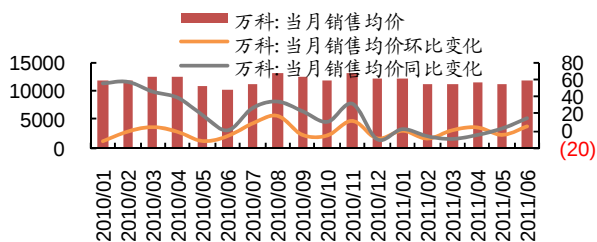
来源：齐鲁证券研究所

图表 6：新增权益地价当月值(亿元)



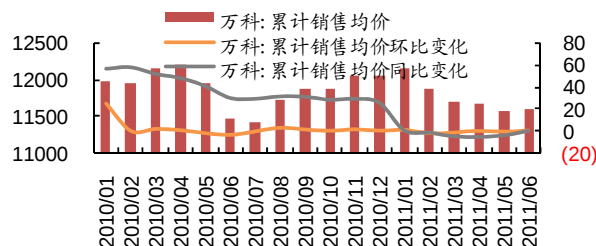
来源：齐鲁证券研究所

图表 7: 万科当月销售均价及其变化



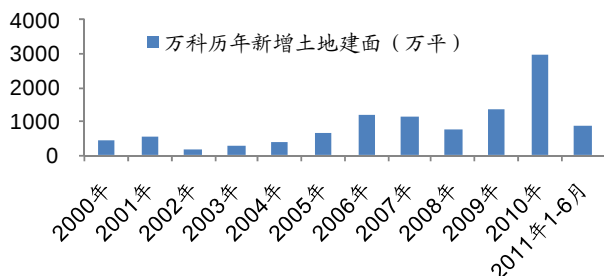
来源: 齐鲁证券研究所

图表 8: 万科累计销售均价及其变化



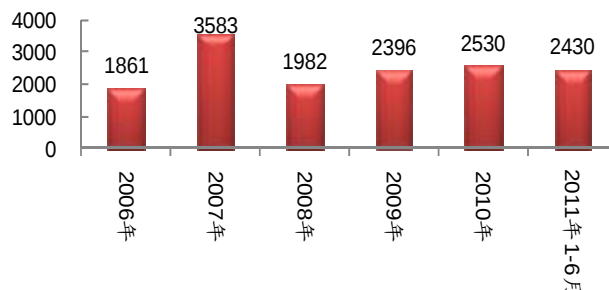
来源: 齐鲁证券研究所

图表 9: 历年新增土地建筑面积 (万平)



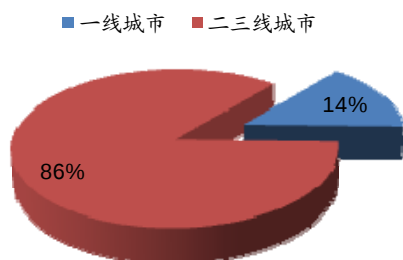
来源: 齐鲁证券研究所

图表 10: 历年拿地成本 (元/平)



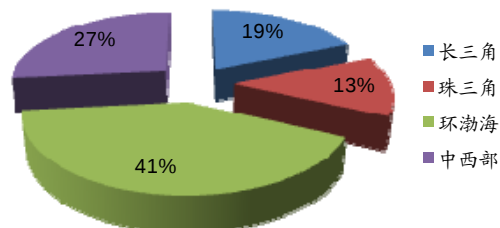
来源: 齐鲁证券研究所

图表 11: 2011 年上半年拿地城市类型分布



来源: 齐鲁证券研究所

图表 12: 2011 年上半年拿地区域分布



来源: 齐鲁证券研究所

图表 13：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)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	50,714	91,446	117,798	143,690	货币资金	37,817	50,297	49,950	51,613
增长率	3.7%	80.3%	28.8%	22.0%	应收款项	1,594	1,816	2,319	2,898
营业成本	-30,073	-51,332	-69,497	-90,142	其他应收款	14,938	11,863	16,430	21,032
%销售收入	59.3%	56.1%	59.0%	62.7%	存货	133,333	192,586	215,061	237,217
毛利	20,640	40,114	48,301	53,548	其他流动资产	17,838	30,447	41,222	53,468
%销售收入	40.7%	43.9%	41.0%	37.3%	流动资产	205,521	287,009	324,982	366,227
营业税金及附加	-5,624	-15,482	-18,988	-18,588	%总资产	95.3%	96.6%	97.0%	97.3%
%销售收入	11.1%	16.9%	16.1%	12.9%	长期投资	5,028	5,028	5,028	5,028
营业费用	-2,079	-3,749	-4,829	-5,891	固定资产	1,984	2,049	2,132	2,223
%销售收入	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	%总资产	0.9%	0.7%	0.6%	0.6%
管理费用	-1,846	-3,329	-4,289	-5,231	无形资产	406	346	322	299
%销售收入	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	非流动资产	10,117	10,122	10,181	10,249
息税前利润 (EBIT)	11,091	17,553	20,194	23,838	%总资产	4.7%	3.4%	3.0%	2.7%
%销售收入	21.9%	19.2%	17.1%	16.6%	资产总计	215,638	297,131	335,163	376,476
财务费用	-504	-154	148	171	短期借款	16,784	15,306	15,306	15,306
%销售收入	1.0%	0.2%	-0.1%	-0.1%	应付款项	108,143	174,762	194,793	215,206
资产减值损失	545	0	0	0	其他流动负债	4,724	7,513	9,791	12,135
公允价值变动收益	-15	0	0	0	流动负债	129,651	197,581	219,889	242,647
投资收益	778	619	555	666	长期贷款	24,790	24,840	24,890	24,940
%税前利润	6.5%	3.4%	2.7%	2.7%	其他长期负债	6,610	6,610	6,610	6,610
营业利润	11,895	18,018	20,897	24,675	负债	161,051	229,031	251,390	274,197
营业利润率	23.5%	19.7%	17.7%	17.2%	普通股股东权益	44,233	55,064	67,883	82,250
营业外收支	46	0	0	0	少数股东权益	10,354	13,036	15,890	20,029
税前利润	11,941	18,018	20,897	24,675	负债股东权益合计	215,638	297,131	335,163	376,476
利润率	23.5%	19.7%	17.7%	17.2%	比率分析				
所得税	-3,101	-4,505	-5,224	-6,169		2010	2011E	2012E	2013E
所得税率	26.0%	25.0%	25.0%	25.0%	每股指标				
净利润	8,840	13,514	15,673	18,506	每股收益 (元)	0.662	0.985	1.166	1.307
少数股东损益	1,556	2,682	2,854	4,139	每股净资产 (元)	4.023	5.008	6.174	7.481
归属于母公司的净利润	7,283	10,832	12,819	14,367	每股经营现金净流 (元)	0.203	1.404	0.107	0.280
净利率	14.4%	11.8%	10.9%	10.0%	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000
现金流量表 (人民币百万元)					回报率				
	2010	2011E	2012E	2013E	净资产收益率	16.47%	19.67%	18.88%	17.47%
净利润	8,840	13,514	15,673	18,506	总资产收益率	3.38%	3.65%	3.82%	3.82%
少数股东损益	0	2,682	2,854	4,139	投入资本收益率	13.71%	22.13%	20.05%	19.34%
非现金支出	-429	152	141	134	增长率				
非经营收益	-661	1,359	1,372	1,265	营业总收入增长率	3.75%	80.32%	28.82%	21.98%
营运资金变动	-5,512	414	-16,011	-16,825	EBIT增长率	42.04%	58.27%	15.05%	18.04%
经营活动现金净流	2,237	18,121	4,029	7,219	净利润增长率	36.65%	48.72%	18.34%	12.08%
资本开支	261	157	200	202	总资产增长率	56.70%	37.79%	12.80%	12.33%
投资	-3,248	0	0	0	资产管理能力				
其他	1,318	619	555	666	应收账款周转天数	8.3	7.2	7.2	7.4
投资活动现金净流	-2,192	462	356	465	存货周转天数	1,355.8	1,158.7	564.7	870.2
股权募资	1,979	0	0	0	应付账款周转天数	201.6	175.9	175.9	177.4
债权募资	15,085	-1,443	50	50	固定资产周转天数	9.3	4.6	3.2	2.4
其他	-4,015	-1,978	-1,927	-1,931	偿债能力				
筹资活动现金净流	13,049	-3,421	-1,877	-1,881	净负债/股东权益	17.57%	-6.36%	-4.69%	-5.42%
现金净流量	13,094	15,162	2,507	5,802	EBIT利息保障倍数	22.0	113.7	-136.8	-139.4
					资产负债率	74.69%	77.08%	75.01%	72.83%

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