

证券研究报告—动态报告/公司快评

房地产

万科A (000002)
推荐

房地产开发

2011年7月销售数据点评

(维持评级)

2011年8月8日

谨慎拿地，稳定增长

证券分析师：方焱 0755-82130648 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 0755-82130678 ourm@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120051

证券分析师：黄道立 0755-82133397 huangdl@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980511070003

事项：

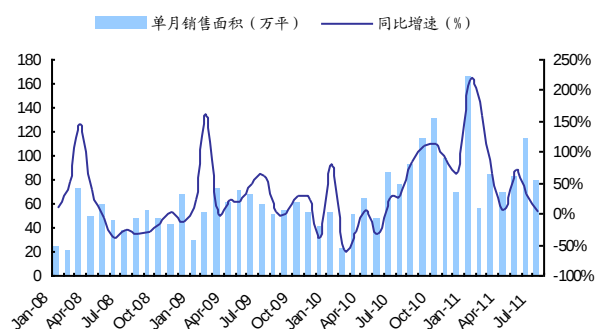
8月4日晚，万科公布7月销售数据：7月公司实现销售面积78.2万平方米，销售金额90.8亿元，分别同比增长3.2%和7.7%，环比回落30.67%和31.37%。

评论：

■ 从历史经营数据上看，7月销售环比下滑为常态

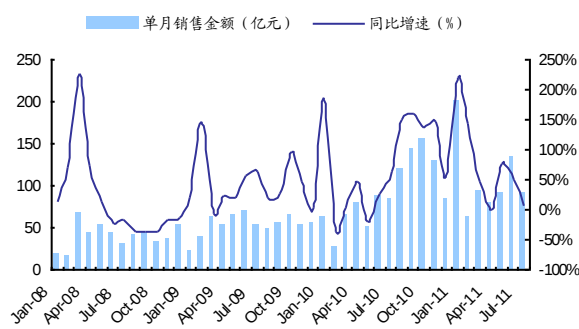
7月公司实现销售面积78.2万平方米，销售金额90.8亿元，分别同比增长3.2%和7.7%，环比回落30.67%和31.37%。本月销量环比下跌三成有余，我们认为主要原因有以下两点：1、7月销售环比下滑为经营规律：从历史数据上看，由于6月份有冲上半年业绩要求，因此6月销售业绩多好于7月，7月销售业绩下滑为常态；2、本次业绩下滑幅度较大预计还与本月推盘减少有关。从累计销量上看，公司1~7月份，剔除香河欢庆城项目的销售数据后，累计销售面积637.2万平方米，销售金额740.9亿元，同比增速均在60%以上，处于行业领先地位。我们依旧看好公司下半年销售，预计全年销售额有望冲击1400亿大关。

图1：万科各月销售面积及同比增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所测算

图2：万科各月销售金额及同比增速



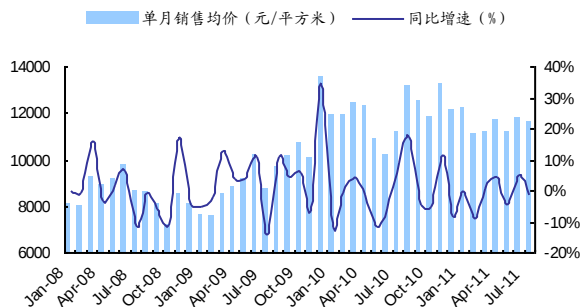
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所测算

■ 扩张步伐依旧谨慎，等待行业新机会

公司7月新增项目5个，净占地面积之和为40.4万平，总建筑面积为80.7万平方米。虽然从新增项目量上看，较6月增加1个，但项目体量均较小，新增项目净占地面积之和环比下降55.6%，总建筑面积之和环比下降59.8%，同时应付地价总金额由上月的17.57亿元下滑至本月的16.61亿元，而且单月购地金额与销售金额的比值由上月的

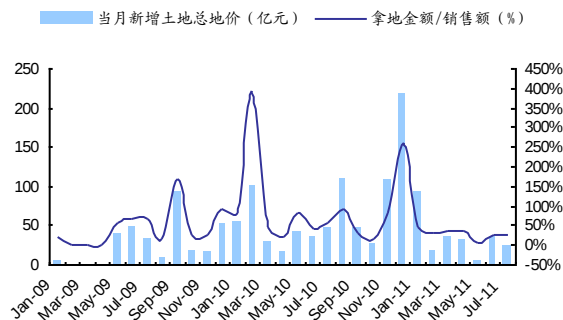
26.6%下降至本月的 25.1%，这均显示出万科拿地意愿极其淡薄，整体扩张态度十分谨慎。1-7 月公司累计购地金额仅为销售金额的 32.1%，从这一点上也看出目前公司正储备粮草为未来行业即将出现的新机会做了充足的准备。

图 3：万科各月销售均价及同比增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所测算

图 4：万科各月拿地金额/销售金额



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所测算

■ 万科战略收缩乃行业缩影，土地市场趋冷有望倒逼政策纠偏

我们认为万科的战略收缩乃行业缩影。从 2010 年情况看，开发商在与政策博弈的过程中，均站在自身角度选择了“扩张”，这是仅基于自身利益的“理性选择”，却非“理想结果”，导致了土地市场热度攀升、全行业投资高位增长，使政府能十分从容地调控地产。从博弈矩阵看，“理想结果”应是大家都选择“收缩”，这是“连续博弈”后走出“囚徒困境”的结果。今年以来，我们可以看到，不仅仅是万科，全行业均逐步走向战略收缩，由此土地市场逐月趋冷，全国各地土地出让金大幅减少，流拍频现。随之而来的地方融资平台风险也逐步付出水面。我们认为，目前在打压房地产的同时暂没有提出经济增长和财政增收的有效后备方案，土地财政的局面短期难根本扭转，因此，我们依旧维持中期策略中“土地市场趋冷将有望倒逼政策纠偏”的判断。

■ 公司增长确定，估值低廉，维持“推荐”评级

公司一季度销售收入 79.7 亿元，账面预收款 929 亿元，加上二季度约 300 亿的销售金额，锁定业绩相当于 2010 年销售金额的 2.58 倍，增长十分确定。我们预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.90 元、1.22 元和 1.50 元，对应 PE 水平 9.2X、6.8X 和 5.5X，目前股价相对于公司 12 元/股的 RNAV 水平折价 31%，估值十分低廉，维持“推荐”评级。

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	11217	17492
	13333	15858	17942	23868
存货净额	3	1	5	9
其他流动资产	17838	15303	10722	17877
	20552	21019	22136	29455
流动资产合计	1	0	5	9
固定资产	1984	162	86	67
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
	21563	21897	23065	30411
资产总计	8	0	3	4
短期借款及交易性金融负债	16784	17783	26712	60093
应付款项	16924	23578	29477	38647
			10017	9
其他流动负债	95943	86877	77128	9
	12965	12823	13331	19891
流动负债合计	1	8	7	9
长期借款及应付债券	30612	30612	30612	30612
其他长期负债	789	789	789	789
长期负债合计	31401	31401	31401	31401
负债合计	16105	15963	16471	23032
少数股东权益	10354	11302	12538	13971
股东权益	44233	48030	53397	59823
	21563	21897	23065	30411
负债和股东权益总计	8	0	3	4

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%	24%	24%
EBITDA Margin	22%	23%	25%	24%
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	4.2%	6.4%	8.4%	10.5%
P/E	13.1	9.6	7.1	5.8
P/B	2.2	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	23.0	14.4	10.8	10.7

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	97477	127695
营业成本	30073	45338	57511	76617
营业税金及附加	5624	7436	9455	12259
销售费用	2079	2645	3314	4265
管理费用	1846	2509	3329	4293
财务费用	504	1560	2006	2964
投资收益	778	200	150	180
资产减值及公允价值变动	530	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	11895	16276	22011	27477
营业外净收支	46	0	0	0
利润总额	11941	16276	22011	27477
所得税费用	3101	4230	5723	7419
少数股东损益	1556	2122	2869	3582
归属于母公司净利润	7283	9925	13419	16477

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	7283	9925	13419	16477
资产减值准备	(21)	2073	136	82
折旧摊销	96	114	155	172
公允价值变动损失	(530)	0	0	0
财务费用	504	1560	2006	2964
营运资本变动	(8600)	(21826)	(15887)	(40392)
其它	714	(1124)	1100	1351
经营活动现金流	(1058)	(10839)	(1077)	(22310)
资本开支	(640)	(350)	(200)	(220)
其它投资现金流	1	0	(1)	0
投资活动现金流	(1567)	(850)	(801)	(520)
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)	(6127)	(8051)	(10051)
其它融资现金流	8964	1000	8929	33381
融资活动现金流	17440	(5128)	878	23330
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)	(9009)	1729	(18349)
权益自由现金流	15319	(9164)	9173	12868

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

分析师承诺:

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。

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。