

万科 A (000002)

强烈推荐 (维持)

财务稳健，增速不减

市场数据

报告日期	2011-8-8
收盘价(元)	8.06
总股本(百万股)	10995.21
流通股本(百万股)	10975.85
总市值(百万元)	88621.39
流通市值(百万元)	88465.31
净资产(百万元)	45532.82
总资产(百万元)	235358.83
每股净资产	4.14

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	50714	86560	104000	123656
同比增长(%)	3.7%	70.7%	20.1%	18.9%
净利润(百万元)	7283	9830	11819	13911
同比增长(%)	36.7%	35.0%	20.2%	17.7%
毛利率(%)	40.7%	38.0%	38.5%	38.5%
净利率(%)	14.4%	11.4%	11.4%	11.2%
净资产收益率(%)	16.5%	18.2%	18.2%	17.9%
每股收益(元)	0.66	0.89	1.07	1.27
每股经营现金流(元)	0.20	-0.38	-0.17	-0.00

相关报告

《万科7月数据点评》2011-8-5

《万科6月数据点评》2011-7-5

《万科5月数据点评》2011-6-8

事件:

万科 A 公布 2011 年中报。公司上半年结算面积 138.3 万平方米，同比减少 8.1%，实现营业收入 191.7 亿元，同比增长 16.5%；实现归属母公司净利润 29.78 亿元，同比增长 5.9%，EPS0.27 元。

点评:

- **上半年楼盘去化速度稳定，推盘原因导致实际销售额大幅增长。**公司上半年实际销售面积 565.5 万平方米，销售额 656.5 亿元，同比上一年增长 78.6%，高于全国 24% 左右的累计同比增速，销售额大幅增长主要由于去年同期推盘量较小，同时公司项目的去化情况也好于市场整体。公司上半年的销售额完成了全年 1,400 亿目标的约 47%，预计下半年月均推盘量在 130 亿元左右，依然有望实现销售的平稳增长。
- **竣工面积较少导致收入增速较低，高毛利项目集中结算提升毛利率。**由于结算的不均匀，上半年竣工面积仅 107 万平方米，完成了全年计划的 14.7%，因此上半年结算面积较去年同期下降了 8.1%。由于一季度上海、广州、深圳等高售价地区的结算面积占比达到了 60%，上半年结算均价达到了 13,861 元/平米，远高于去年 12,000 元左右的销售均价，因此上半年结算毛利率达到了 45%，高于 2010 年的 41%，预计随着下半年结算均价恢复正常，全年毛利率约在 39% 左右。
- **实际费用率同比小幅下降。**虽然结算费用率有所上升，但以实际销售额计算的费用率则平稳下降。实际销售费用率为 1.65%，略低于去年同期的 1.79%；实际管理费用率为 1.53%，低于去年同期的 1.85%。

联系人： 虞淼
021-38565969
yumiao@xyzq.com.cn

分析师 张忆东
SAC: S0190510110012

- **净利润率基本稳定。**上半年的结算净利润率为 14.9%，高于去年全年 14.4% 的净利润率，但比去年同期的 16.8% 有所下降，主要原因是上半年结算费用率的上升，去年同期减值准备的冲回以及去年同期投资收益较高，预计全年结算净利润率较为稳定。
- **上半年土地投资谨慎，新开工未作调整。**上半年公司新增加开发项目 22 个，权益建筑面积约 423 万平方米，平均楼面地价约 2823 元/平方米，参与城市更新改造类项目 4 个，权益建筑面积 161 万平米预计平均楼面综合改造成本和地价约 1729 元/平方米。公司上半年土地投资额 224.1 亿元（其中二季度土地投资额仅 80 亿元），约为销售额的 34%，从近近几年历史来看投资仅高于 2008 年约 28% 的水平，而 2010 年全年比率 76%，1 月份调控后公司的土地投资始终较为谨慎。上半年公司实现新开工面积 759 万平米，完成了全年 1329 万平米计划的 57%，由于公司去化较为稳定，开工面积未有调整。
- **财务依然稳健。**公司 2 季度末有货币资金 408 亿，较年初增加了 29 亿元；短期借款和一年内到期的长期负债 230 亿，较年初增加 62.5 亿元，同时长期借款 298 亿元，较年初减少了 8.5 亿元，上半年经营性现金流为 38 亿元。公司的现金比例、短期有息借款偿付能力与一季末基本持平，有息负债率和净负债率依然在低位，财务状况是各地产公司中最为稳健的。
- **已售未结算金额 1,187 亿元，业绩有一定保障。**目前账面预收款 1,071 亿元，高于预计的全年结算收入。
- 预计 2011-2013 年 EPS 为 0.89 元、1.07 元、1.27 元，维持“强烈推荐”评级。

图 1、季度累计结算毛利率

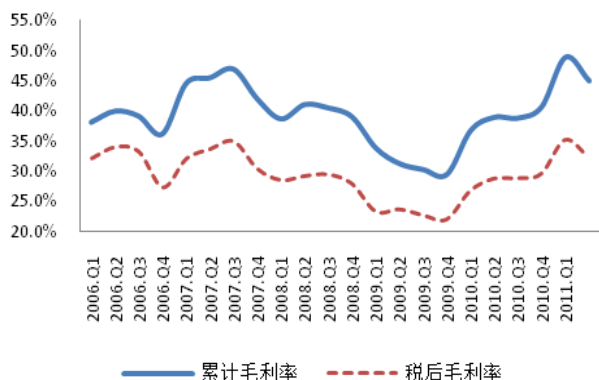
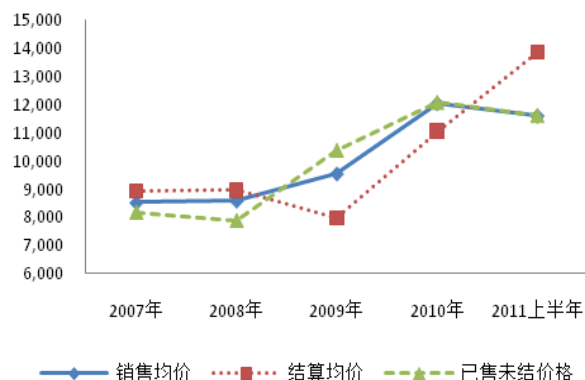


图 2、销售均价与结算均价



数据来源：兴业证券研究所

图 3、季度累计实际费用率

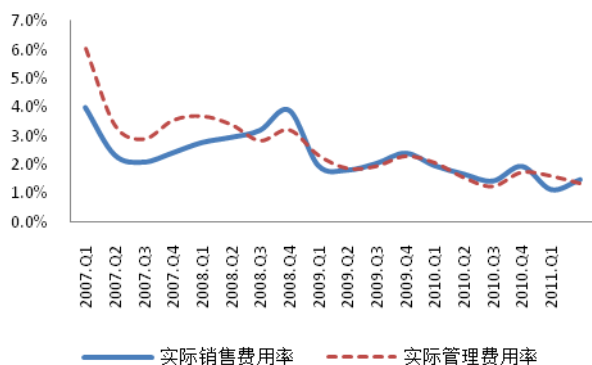
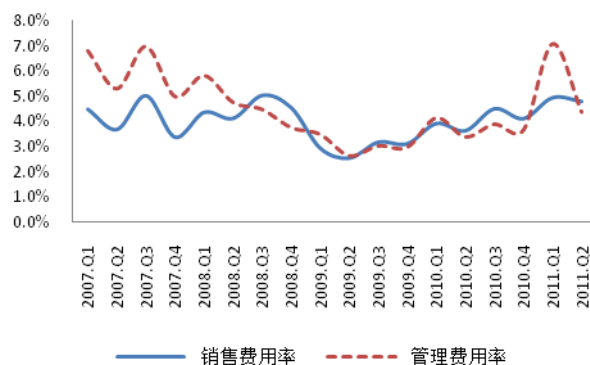


图 4、季度累计结算费用率



数据来源：兴业证券研究所

图 5、月度销售额（亿元）

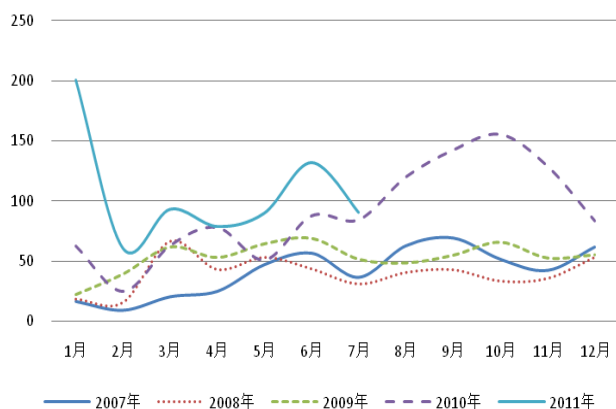
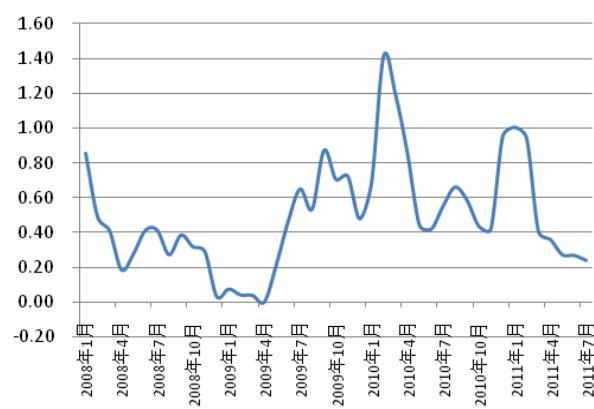


图 6、土地投资/销售额（3 个月移动平均）



数据来源：兴业证券研究所

图 7、资产负债率、有息负债率与净负债率

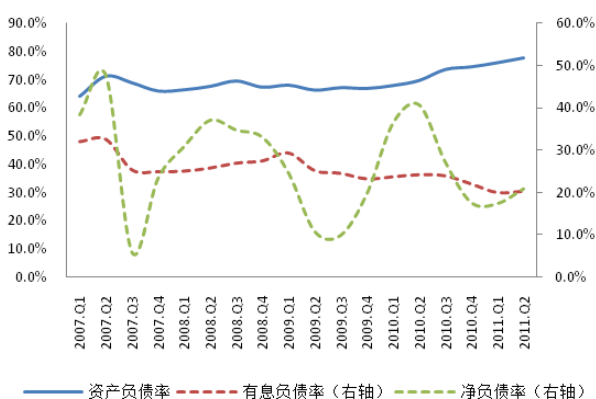
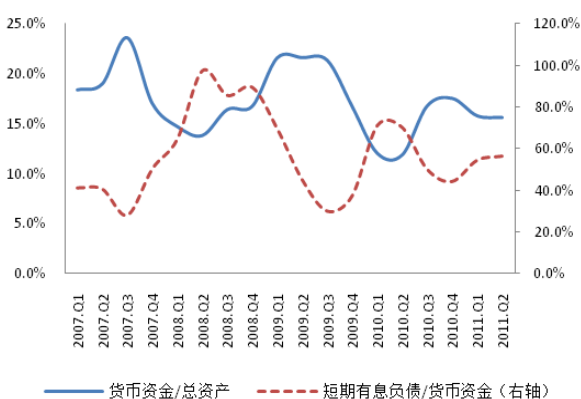


图 8、货币资金情况



数据来源：兴业证券研究所

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	205521	240481	272233	328416
货币资金	37817	40206	47840	56882
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1594	2597	3120	3710
其他应收款	14938	14715	17680	21022
存货	133333	169010	186324	224749
非流动资产	10117	10662	10759	10827
可供出售金融资产	405	405	405	405
长期股权投资	4494	4494	4494	4494
投资性房地产	129	144	144	144
固定资产	1220	1761	2058	2220
在建工程	764	682	491	396
油气资产	0	0	0	0
无形资产	374	374	374	374
资产总计	215638	251143	282992	339243
流动负债	129651	145731	155190	185678
短期借款	1478	1500	3756	5075
应付票据	0	0	0	0
应付账款	16924	27799	27819	41316
其他	111249	116432	123615	139286
非流动负债	31401	38954	47931	57926
长期借款	24790	32290	41290	51290
其他	6610	6663	6641	6635
负债合计	161051	184685	203121	243604
股本	10995	10995	10995	10995
资本公积	8789	8789	8789	8789
未分配利润	13470	20351	27641	36197
少数股东权益	10354	12453	15001	18054
股东权益合计	54586	66459	79871	95639
负债及权益合计	215638	251143	282992	339243

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	7283	9830	11819	13911
折旧和摊销	117	141	194	234
资产减值准备	-584	-205	0	0
无形资产摊销	21	0	0	0
公允价值变动损失	-15	0	0	0
财务费用	504	1481	1800	2152
投资损失	-778	-1200	-1300	-1400
少数股东损益	1556	2100	2548	3054
营运资金的变动	6376	16292	16917	17970
经营活动产生现金流量	325	-4219	-1840	-43
投资活动产生现金流量	-639	585	1000	1100
融资活动产生现金流量	14448	6023	8474	7985
现金净变动	14133	2389	7634	9042
现金的期初余额	23002	37817	40206	47840
现金的期末余额	37135	40206	47840	56882

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	50714	86560	104000	123656
营业成本	30073	53667	63960	76048
营业税金及附加	5624	8656	10816	13355
销售费用	2079	4155	5096	5935
管理费用	1846	3895	4472	4946
财务费用	504	1481	1800	2152
资产减值损失	-545	0	0	0
公允价值变动	-15	0	0	0
投资收益	778	1200	1300	1400
营业利润	11895	15906	19156	22619
营业外收入	72	0	0	0
营业外支出	26	0	0	0
利润总额	11941	15906	19156	22619
所得税	3101	3976	4789	5655
净利润	8840	11929	14367	16964
少数股东损益	1556	2100	2548	3054
归属母公司净利润	7283	9830	11819	13911
EPS (元)	0.66	0.89	1.07	1.27

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	3.7%	70.7%	20.1%	18.9%
营业利润增长率	37.0%	33.7%	20.4%	18.1%
净利润增长率	36.7%	35.0%	20.2%	17.7%
盈利能力(%)				
毛利率	40.7%	38.0%	38.5%	38.5%
净利率	14.4%	11.4%	11.4%	11.2%
ROE	16.5%	18.2%	18.2%	17.9%

偿债能力(%)

资产负债率	74.7%	73.5%	71.8%	71.8%
流动比率	1.59	1.65	1.75	1.77
速动比率	0.56	0.49	0.55	0.56

营运能力(次)

资产周转率	28.7%	37.1%	38.9%	39.7%
应收帐款周转率	4336.9	4112.3	3638.4	3621.1

每股资料(元)

每股收益	0.66	0.89	1.07	1.27
每股经营现金	0.20	-0.38	-0.17	-0.00
每股净资产	4.02	4.91	5.90	7.06

估值比率(倍)

PE	13.0	9.6	8.0	6.8
PB	2.1	1.7	1.5	1.2

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编: 518048

传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与

定期报告点评

本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。