

证券研究报告—动态报告/公司快评

房地产

房地产开发

万科A (000002)

2011年9月份销售数据点评

推荐

(维持评级)

2011年10月11日

逼近千亿大关，维持推荐评级

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

证券分析师：区瑞明 0755-82130678 ourm@guosen.com.cn

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：S0980510120001

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120051

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980511070003

事项：

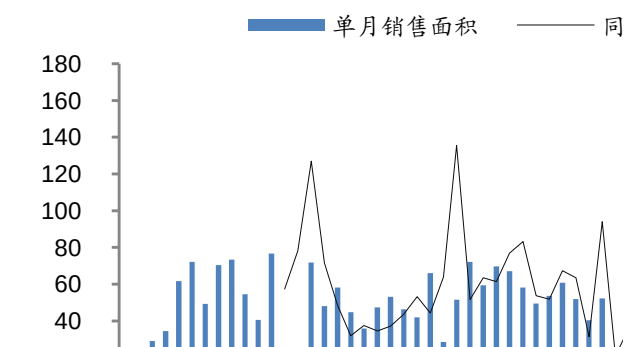
万科A公布了9月份销售数据及近期新增项目情况。

评论：

■ 销售环比向好、同比略降，符合预期

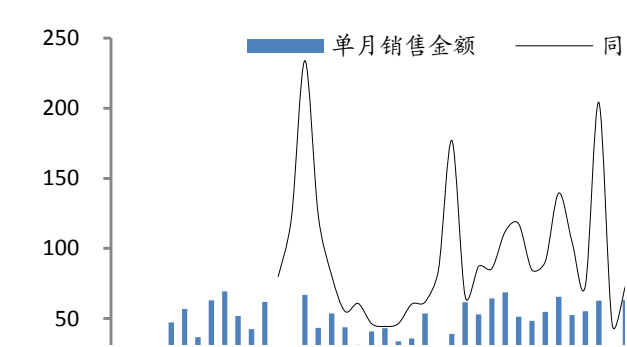
9月份公司实现销售面积108万平，金额125.1亿元，分别环比增长12.5%和19.4%、同比减少4.9%和12%。1~9月份，累计实现销售面积841.2万平，金额970.8亿元，分别同比大增40%和36%。由于去年9月因消费者抢“限购时间窗口”导致全行业销售基数异常高，因此今年9月份同比略有下降并不意味着销售不好。

图1：万科单月销售面积及同比增速



资料来源：公司披露，分析师整理

图2：万科单月销售额及同比增速



资料来源：公司披露，分析师整理

■ “需求托底+竞争优势”是公司跑赢行业主因，而非所谓的“低价策略”

一系列“限”字当头的调控手段难以消灭日益增长的住房需求，这是公司销售在史上最严厉调控下仍能保持较好增长的重要原因；另外一个重要原因是公司有良好的治理结构，并在人才、品牌等方面保持了业内领先优势，使得产品和管理能被迅速复制，且营销战略、产品战略、区域战略得当。我们不认为公司销售领跑全行业的原因是“采取了主动降价策略来抢市场”，公司在售项目大部分为滚动开发、分期销售，从09年至今并未出现老业主“降价维权事件”，且售价普遍不低于周边竞争对手项目。

■ 新增项目盈利前景好，今年拿地意欲大减是政策打压和舆论妖魔化行业的必然结果

9 月份公司新增 8 个项目，总计容积率建筑面积为 308.7 万平，分别位于北京、鞍山、抚顺、佛山、广州、厦门，总地价款为 109.6 亿，其中公司的权益地价款为 68.1 亿。从各项目情况看，楼面地价合理，盈利前景好。

今年以来公司拿地一直较为谨慎，1-9 月份新增项目面积同比下降 27%，权益地价款同比下降 25%，1-9 月份权益地价款/销售额仅为 0.27，而去年同期是 0.48。拿地意欲薄弱的原因：（一）公司去年加速再库存后土地储备已较为丰厚；（二）史上最严厉调控导致今年以来包括公司在内的开发商预期不乐观：目前地产调控政策可归纳为一个字“限”——限贷、限购、限外、限证……，其中最严厉的当属“限购”和“限证”，二者对开发商拿地的影响：①“限购”是将已拥有一套(或两套)的人排除在市场外，相当于摁住了投资和改善性需求（在通胀预期且投资渠道狭窄情况下，大部分改善性需求兼具投资需求），这部分需求若被摁住，开发商预期势必变坏，且市场细分和产品定位难度大增，因此拿地必然谨慎。②而“限证”（满足政府“限价”要求后才获发预售证）意味着政府在开发商预售时单方面突然更改卖地时的“约定”，这个风险比“限购”来得更大，因为大部分商品住宅用地并非限价房用地，开发商决策是否拿这块地时是按商品住宅来考虑产品定位的，在预售前政府临门一脚“限证”有可能使开发商面临亏损及其他风险，既然未来销售预期因为“限购”而变坏、申领预售证时又有可能被政府“限证”而面临亏损，那开发商为什么还要拿地呢？（三）整个地产行业和开发商不断被舆论妖魔化，舆论甚至将房价下跌的愿望寄希望于开发商资金链断裂，使开发商今年难有积极性拿地，纷纷趁手头还宽裕，及时战略收缩、积极防御。

图 3：万科累计新增项目面积及同比增长

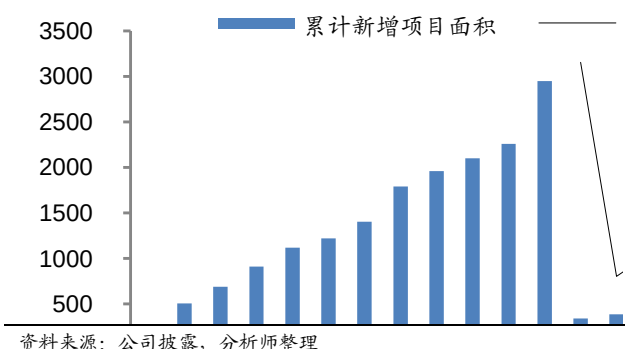
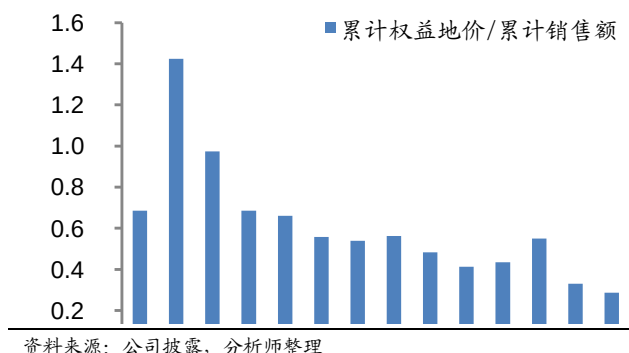


图 4：万科累计权益地价/累计销售额



■ 预计全年销售再创历史新高——有望超越 1250 亿元

预计四季度公司整体推货量有望超 400 亿元，当季去化率应能超过 70%（周期长了，必超过公司通常的单月 60%去化率水平），若此，四季度销售额将达到 280 亿元，全年则有望超越 1250 亿元，再创历史新高，同比增长 16%。

■ 财务稳、估值低、成长性好，维持推荐

公司 2011 年上半年期末财报显示：净负债率、扣除预收款后的资产负债率分别为 21%和 37%，居较低水平，且比 2010 年末均有下降；短期偿债能力保障倍数 1.76，货币资金超 400 亿，稳健的财务状况为公司把握土地市场可能出现的机会创造了良好的条件。业绩成长确定，上半年期末已售未结面积 1022 万平、1187 亿元，再创纪录，为全年业绩增长打下了坚实基础。股权激励有利于推动业绩释放，预计 11-13 年 EPS 分别为 0.90（7.8x）、1.22（5.7x）及 1.5 元（4.7x），RNAV12 元/股，P/NAV 0.58 倍。

■ 风险

政策超调导致四季度销售大幅下挫。

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	5.2%	8.0%	10.5%	13.1%
P/E	10.6	7.8	5.7	4.7
P/B	1.7	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	21.3	13.2	10.1	10.5

资料来源：WIND，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

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。