

9 月再上百亿，龙头增长无忧

—— 万科 9 月销售数据点评

事件：

2011 年 9 月份公司实现销售面积 108.0 万平方米，销售金额 125.1 亿元，分别比 2010 年同期减少 4.9% 和 12.0%。2011 年 1~9 月份，公司累计实现销售面积 841.2 万平方米，销售金额 970.8 亿元，同比分别增长 39.9% 和 36%。

我们的观点

- 受益于 9 月下半月再次集中推盘以及迎合市场的产品类型，公司 9 月销售再此突破百亿。其中，公司在 9 月下半月的其中一周共计 16 个楼盘同时推盘，且当天认购率平均高达 77% 的水平。由于公司推出的产品类型仍以刚需为主，144 平米以下户型占比达到 87%，这为销售提供了很好的产品基础。
- 销售均价维持稳定。9 月销售均价 11574 元/平，较 8 月升 7%，整体来看，今年单月销售均价仍维持在 11000 至 12000 元/平米之间，较为稳定。
- 今明两年收入高度锁定。按照 10 年已售未结 820 亿，以及 11 年 1-9 月已销售的 970 亿计算，2011+2012 年收入锁定率已达到 107%。若假设全年销售 1300 亿，则 11+12 年收入锁定率将达到 127%。
- 9 月土地拓展规模和强度均有所加大。11 年 9 月公司获取权益土地 192 万平米，权益支付地价款 68 亿，均为今年以来单月最大。11 年 1-9 月公司权益拿地金额与销售金额的比值为 27%，较 8 月小幅上升 4 个百分点，这是继今年 4 月之后首次回升。
- 公司持续良好的月度销售数据不断验证龙头企业在调控中反而更易于提高市场占有率，做大做强。来自 CRIC 的数据也显示，2011 前三季度中国房地产企业销售金额 TOP10 榜单和销售面积 TOP10 榜单的门槛分别为 245 亿元和 203 万平方米，对比去年同期销售金额入榜门槛提高 44%，销售面积入榜门槛提高 22%。而入榜 TOP20 榜单的销售金额和销售面积入榜门槛分别为 121 亿元和 133 万平方米，相比去年同期入榜门槛稳步提升。TOP30 企业的整体入门门槛也达到了 97 亿元和 86 万平方米，已接近去年同期榜单 TOP20 企业 95 亿元和 89 万平方米的水平。
- 我们认为房地产行业大幅波动的概率还不小，在这种情况下，我们看好公司超越行业的长期增长能力，维持对公司 2011 年-2012 年 EPS 分别为 0.89 元、1.21 元的预测。公司重估净资产 RNAV 为 10 元（折现率 9%），折价约 28%。维持“买入”评级。
- 风险：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声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

杨国华

86010-66210585

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 10 月 10 日）	7.0 元				
目标价格	13.00 元				
总股本/A 股（万股）	1099521/ 965608				
A 股市值（亿元）	770				
国家/地区	中国				
行业	房地产				
报告发布日期	2011 年 10 月 11 日				

股价表现



财务预测

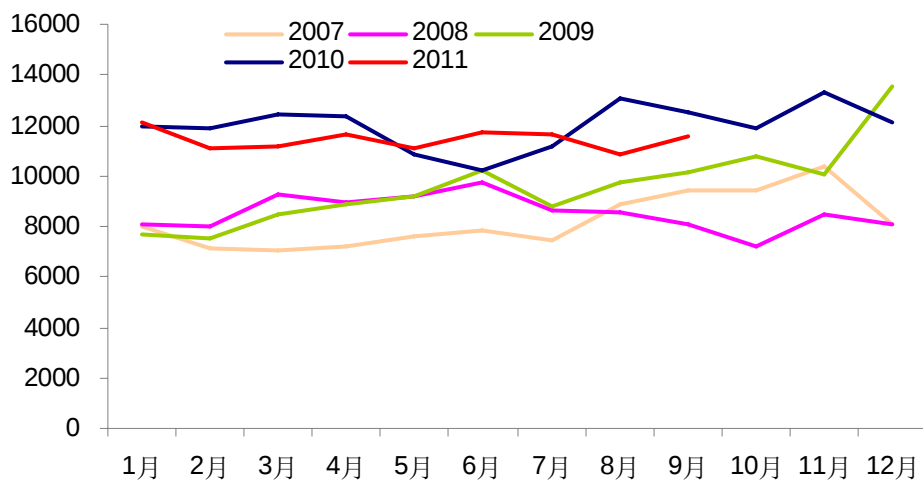
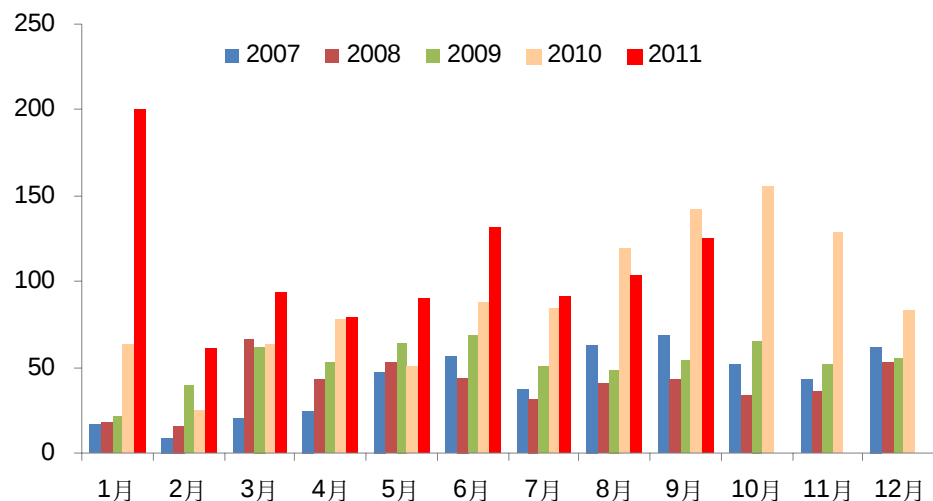
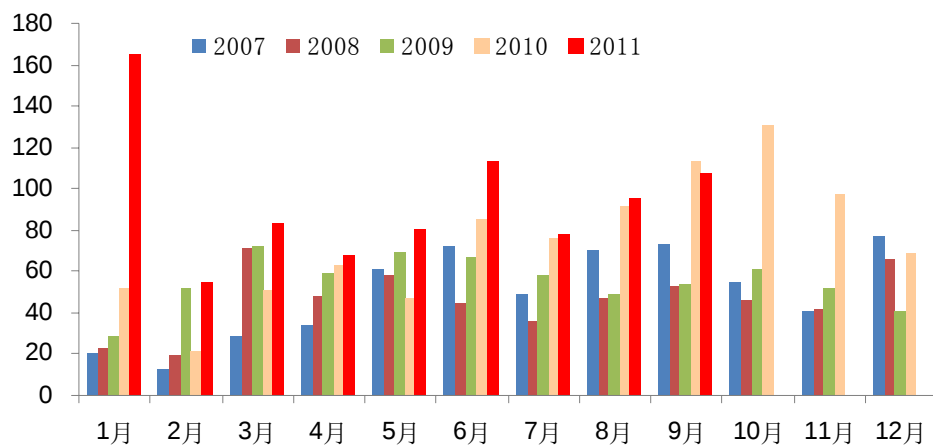
(百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	50714	65188	102317	126681
收入同比	4%	29%	57%	24%
归属母公司净利润	7283	9770	13329	16531
净利润同比	37%	34%	36%	24%
毛利率(%)	40.7%	39.9%	37.7%	37.7%
ROE(%)	16.5%	18.4%	20.5%	20.7%
每股收益(元)	0.66	0.89	1.21	1.50
P/E(倍)	10.57	7.88	5.77	4.66
P/B(倍)	1.74	1.45	1.18	0.96

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

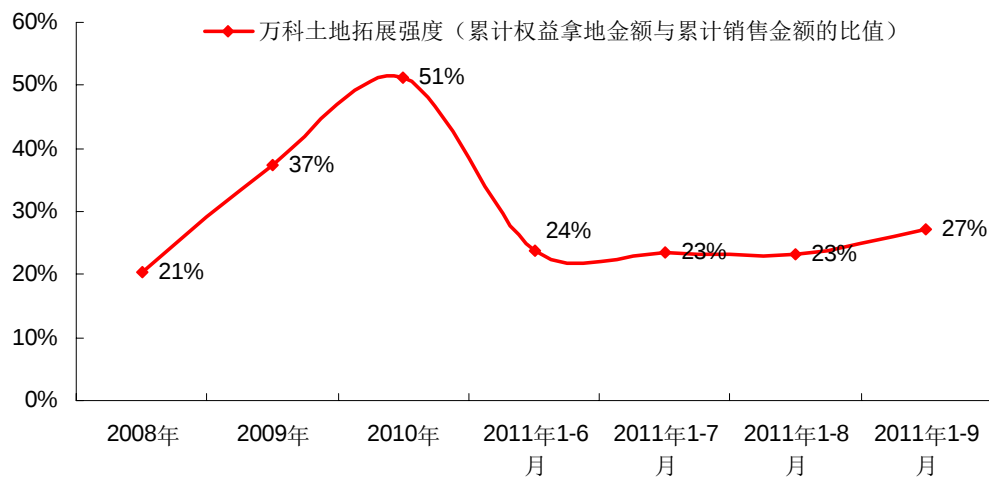
相关研究报告

《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

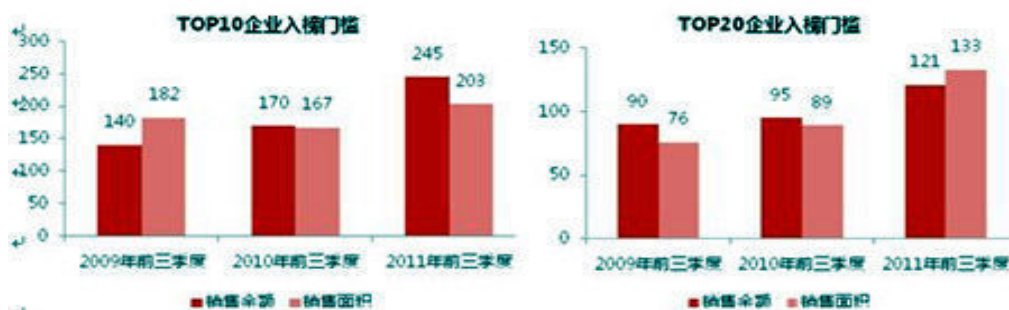
图：截至 11 年 9 月万科月度销售面积（万平米）、销售金额（亿元）、销售均价（元/平米）



资料来源：东方证券研究所

图：万科土地拓展强度仍维持在较低水平


资料来源：东方证券研究所

图：2011 年前三季度房地产企业销售进榜门槛
2011 年前三季度房地产企业销售进榜门槛（单位：亿元、万平方米）


资料来源：新浪房产 东方证券研究所

图：2011 年前三季度房地产企业销售榜单

级别	2011 年前三季度销售金额 TOP30 榜单 (亿元)				2010 年前三季度销售金额 TOP20 榜单 (亿元)			
	范围	企业个数	均值		范围	企业个数	均值	
第一梯队	500 亿以上	5	673	592	500 亿以上	1	692	427
	300-500 亿	2	390		300-500 亿	5	374	
第二梯队	150-300 亿	10	220		150-300 亿	6	183	
第三梯队	50-150 亿	13	109		50-150 亿	8	116	
级别	2011 年前三季度销售面积 TOP30 榜单 (万平方米)				2010 年前三季度销售面积 TOP20 榜单 (万平方米)			
	范围	企业个数	均值		范围	企业个数	均值	
第一梯队	400 万以上	6	650		400 万以上	4	531	
第二梯队	150-400 万	8	206		150-400 万	6	250	
第三梯队	50-150 万	16	118		50-150 万	10	121	

资料来源：新浪房产 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					
负债合计	161051	189826	219527	246349					
少数股东权益	10354	12309	15379	19179					
股本	10995	10995	10995	10995					
资本公积	8789	8789	8789	8789					
留存收益	24058	33058	45007	59652					
归属母公司股东权益	44233	53195	65156	79797					
负债和股东权益	215638	247517	292249	337511					
现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元						2010	2011E	2012E	2013E
	2010	2011E	2012E	2013E					
经营活动现金流	2237	-5578	-6543	-423	成长能力				
净利润	8840	11725	16399	20331	营业收入	3.7%	28.5%	57.0%	23.8%
折旧摊销	117	123	151	171	营业利润	37.0%	29.3%	40.5%	24.2%
财务费用	504	-141	-73	-388	归属于母公司净利润	36.7%	34.1%	36.4%	24.0%
投资损失	-778	-778	-778	-778	获利能力				
营运资金变动	-5981	-16363	-22399	-19878	毛利率(%)	40.7%	39.9%	37.7%	37.7%
其他经营现金流	-464	-144	157	118	净利率(%)	14.4%	15.0%	13.0%	13.0%
投资活动现金流	-2192	414	128	128	ROE(%)	16.5%	18.4%	20.5%	20.7%
资本支出	262	150	150	150	ROIC(%)	16.0%	15.6%	16.9%	17.2%
长期投资	-1901	506	500	500	偿债能力				
其他投资现金流	-3831	1071	778	778	资产负债率(%)	74.7%	74.3%	73.2%	71.3%
筹资活动现金流	13025	12313	-1613	3502	净负债比率(%)	25.81%	24.28%	20.86%	20.62%
短期借款	290	-478	0	0	流动比率	1.59	1.55	1.59	1.64
长期借款	7288	5000	5000	5000	速动比率	0.56	0.43	0.45	0.49
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	232	232	0	0	总资产周转率	0.29	0.28	0.38	0.40
其他筹资现金流	5215	7560	-6613	-1498	应收账款周转率	43	40	49	43
现金净增加额	13094	7149	-8028	3206	应付账款周转率	1.81	2.09	2.35	2.08
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.66	0.89	1.21	1.50
					每股经营现金流(最)	0.20	0.00	0.00	0.00
					每股净资产(最新摊)	4.02	4.84	5.93	7.26
					估值比率				
					P/E	10.57	7.88	5.77	4.66
					P/B	1.74	1.45	1.18	0.96

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

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