

房地产开发Ⅲ

署名人: 李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@cjis.cn

参与人: 陈舒静

S0960111080513

010-63222915

chenshujing@cjis.cn

6-12 个月目标价: 12.00 元

当前股价: 7.00 元

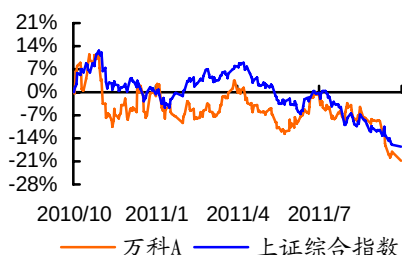
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2344.79
总股本(百万)	10995
流通股本(百万)	10974
流通市值(亿)	768
EPS (TTM)	0.68
每股净资产(元)	4.96
资产负债率	74.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
万科 A	-13.37	-20.63	-22.52
上证综合指数	-6.12	-16.19	-22.61



相关报告

《万科 A-万科 A-业绩稳步增长, 扩张优势尽显》2011-9-6

《万科 A-销售业绩增幅超 7 成, 高增长无忧》2011-8-9

《万科 A-淡季销售增速放缓, 稳健扩张蓄势待发》2011-8-5

万科 A

000002

推荐

龙头销售逆势上扬, 资源成本下降, 无需下调估值

11年9月, 公司实现销售面积108万平方米, 同比降4.9%, 环比上升12.5%; 销售金额125.1亿元, 同比降12%, 环比上升19.4%; 单月销售均价11583元/平米, 同比下降7.4%, 环比上升6.1%。新拓展项目8个。

投资要点:

- **9月推盘加快, 销售持续数月增长, 销售面积和金额环比上涨一成以上。**由于所推项目位于一二线城市的增多, 销售均价环比回升。9月实现销售面积 108 万平米, 销售金额 125.1 亿元, 同比降 4.9%和 12%, 环比升 12.5%和 19.4%。销售均价 1.16 万元, 同比降 7.4%, 环比升 6.1%。
- **1-9 月累计销售面积和销售金额同比增长约四成, 远超行业水平, 尽显王者风范。**1-9 月累计实现销售面积 847.6 万平米, 同比增长 41%; 累计实现销售金额 977.2 亿元, 同比增长 36.9%。**1-9 月累计销售金额是去年全年销售金额的 9 成以上, 后续推盘量大, 将早于去年同期突破销售千亿大关, 预计全年实现 1300-1400 亿元的销售规模无忧。**1-9 月销售均价 11529 元, 同比跌 3%。
- **9月新增项目 8 个, 共获取权益建面 191.9 万平米, 环比 8 月增长 1.3 倍。**新增项目平均楼面地价 3548 元, 楼面地价虽较之前大幅上升, 但主要集中于一二线城市, 拿地成本远低于楼市火爆时期的高地价。9 月新增项目分别位于北京、广州、鞍山、抚顺、佛山和厦门, 其中在北京和广州均获取了两个项目, 这四个项目平均楼面地价 6506 元, 位置优越, 成本较楼市火爆期大幅降低。
- **1-9 月新增项目 46 个, 权益建面 979.6 万平米, 楼面地价 2713 元。**1-9 月累计地价/累计销售额为 0.27, 去年同期为 0.46, 扩张步伐稳健。在土地市场溢价率下降、流标率上升的趋势中, 资金充裕的背景下, 公司蓄势待发, 将择时大量获取优质价廉资源, 继续增强低成本的竞争优势, 增强资源扩张的能力。
- **目前行业处于深度调整中, 市场成交低迷, 观望情绪浓厚。而公司逆势而出, 销售业绩靓丽, 市场份额不断提升。**这源自于公司合理的产品定位, 发展刚需普通住宅中小户型, 及合理的营销策略, 定价合理快速销售。公司审时度势, 战略灵活, 再度显示龙头公司逆周期高增长的非凡实力。一旦本轮行业调控效果显现, 政策适度放松, 公司的业绩将会有更好的表现。
- **在行业调整周期中公司资源成本进一步下降, 盈利不会受冲击, 无需调整对公司的盈利与估值, 维持对公司 2011-2013 年 EPS0.89、1.21 和 1.53 元, RNAV10.2 元的判断, 股价对应 PE 分别为 9/7/5 倍。目前股价 6.9 折交易。未来 12 个月内合理股价 12 元的判断, 当前股价依然被严重低估, 关注被错杀带来的投资机会。**

风险提示: 注意政策调控加强、调控时间超预期等带来的行业及经营的风险。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	50714	65928	85706	111418
同比(%)	4%	30%	30%	30%
归属母公司净利润(百万元)	7283	9797	13296	16809
同比(%)	37%	35%	36%	26%
毛利率(%)	40.7%	43.0%	42. %	0.0
ROE(%)	16.5%	18.6%	20.5%	21.1%
每股收益(元)	0.66	0.89	1.21	1.53
P/E	12.55	9.33	6.87	5.44
P/B	2.07	1.74	1.41	1.15
EV/EBITDA	8	7	5	4

资料来源: 中投证券研究所

图 1: 万科月度销售面积、销售金额与销售均价

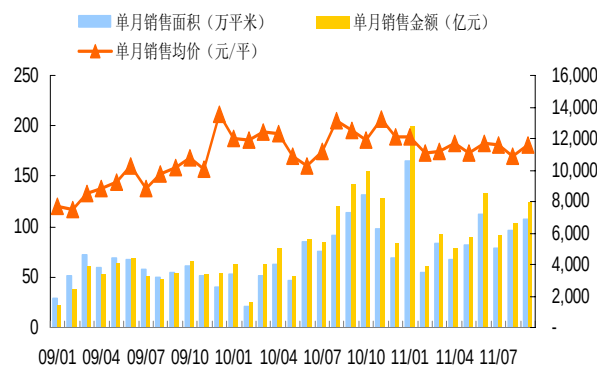


图 2: 万科月度销售均价与累计销售均价

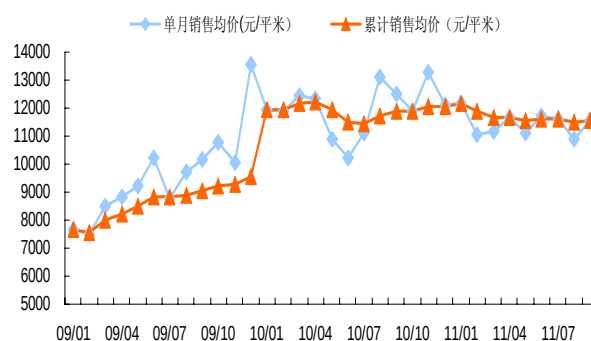


图 3: 万科各年月度销售均价

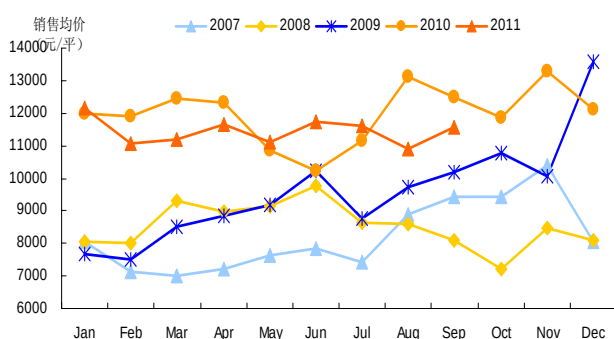


图 4: 万科各年累计销售均价

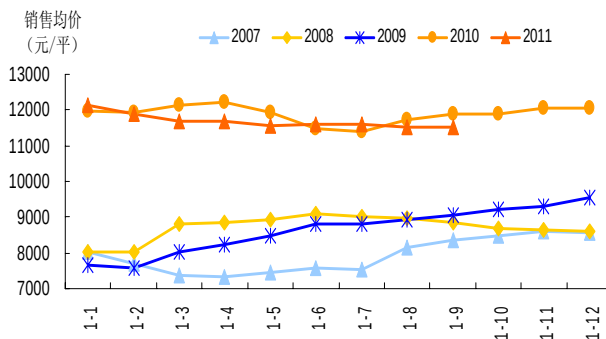


图 5: 万科各年月度销售面积

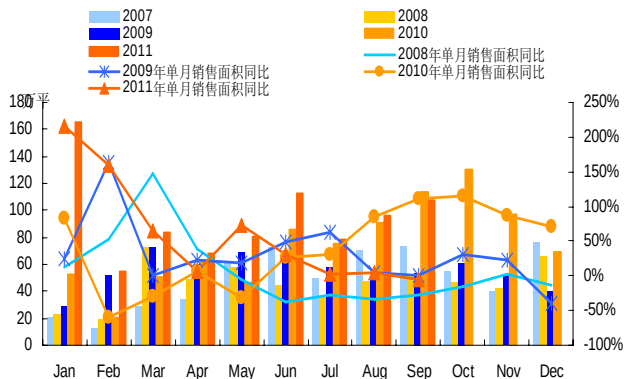


图 6: 万科各年月度销售金额

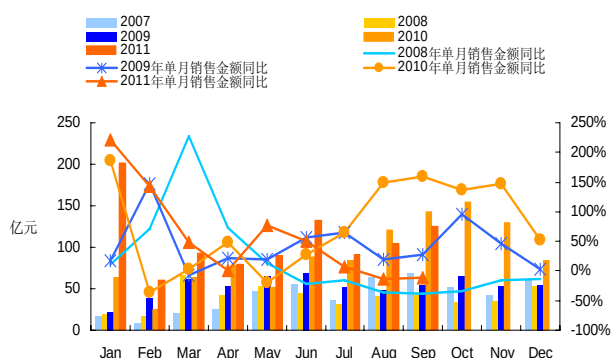


图 7: 万科各年累计销售面积

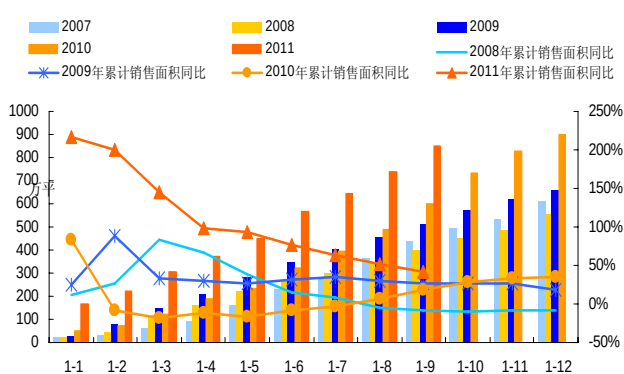
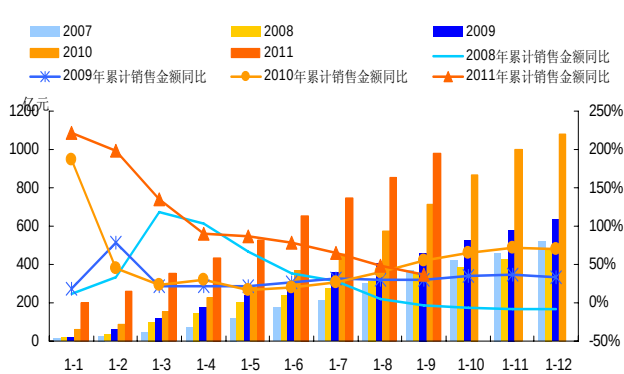


图 8: 万科累计销售金额各年同期比较



数据来源：上市公司，中投证券研究所

表 1: 公司 11 年 9 月新增项目情况 (单位: 万平, 亿元)

项目	所处 城市	公司 权益	占地 面积	计容积率 建面	权益面积	公司需支 付地价	楼面地价 (元/平)
1-8 月合计			544.6	1161.9	787.6	197.7	2,510
1 北京旧宫 3 号地块项目	北京	50%	6.8	17.3	8.8	8.5	9,615
2 北京郭公庄五期项目	北京	50%	23.3	62.9	31.5	16.7	5,309
3 鞍山永乐公园南项目	鞍山	51%	22.6	67.7	34.6	2.5	723
4 抚顺金域蓝湾二期项目	抚顺	100%	9.2	34.8	35.0	0.9	257
5 佛山南海桂城 74 街区南约项目	佛山	51%	8.9	37.4	19.1	6.8	3,567
6 广州萝岗开发区 KXCD-D1-2 地块项目	广州	100%	11.0	27.4	27.5	12.3	4,473
7 广州白云大道 Ab2911022 地块项目	广州	100%	2.4	9.4	9.4	12.7	13,568
8 厦门 H2011P02 地块项目	厦门	51%	19.0	51.8	26.2	7.7	2,943
9 月合计			103.2	308.7	191.9	68.1	3,548
1-9 月合计			647.8	1470.6	979.6	265.8	2,713

数据来源：上市公司，中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	205521	271666	320744	379995	营业收入	50714	65928	85706	111418
现金	37817	36515	23962	31121	营业成本	30073	37579	49281	66851
应收账款	1594	1427	2525	2613	营业税金及附加	5624	8241	10285	11142
其它应收款	14938	15117	15117	15117	营业费用	2079	2967	2571	3343
预付账款	17838	17838	17838	17838	管理费用	1846	2400	2485	3231
存货	133333	200769	261301	313304	财务费用	504	-864	-151	-138
其他	0	0	1	2	资产减值损失	-545	0	0	0
非流动资产	10117	8931	8801	8671	公允价值变动收益	-15	0	0	0
长期投资	4494	4494	4494	4494	投资净收益	778	1000	1300	1500
固定资产	1220	1110	1000	890	营业利润	11895	16606	22535	28490
无形资产	374	374	374	374	营业外收入	72	0	0	0
其他	4030	2954	2934	2914	营业外支出	26	0	0	0
资产总计	215638	280597	329545	388666	利润总额	11941	16606	22535	28490
流动负债	129651	203812	237183	277229	所得税	3101	4317	5859	7407
短期借款	1478	0	0	0	净利润	8840	12288	16676	21082
应付账款	16924	16924	16924	16924	少数股东损益	1556	2491	3380	4273
其他	74405	145000	174000	208800	归属母公司净利润	7283	9797	13296	16809
非流动负债	31401	11401	11401	11401	EBITDA	12516	15872	22515	28483
长期借款	24790	4790	4790	4790	EPS（元）	0.66	0.89	1.21	1.53
其他	6610	6610	6610	6610					
负债合计	161051	215212	248584	288630	主要财务比率				
少数股东权益	10354	12844	16225	20498	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	10995	10995	10995	10995	成长能力				
资本公积	8789	8789	8789	8789	营业收入	3.7%	30.0%	30.0%	30.0%
留存收益	24058	32756	44952	59754	营业利润	37.0%	39.6%	35.7%	26.4%
归属母公司股东权益	44233	52540	64736	79538	归属于母公司净利润	36.7%	34.5%	35.7%	26.4%
负债和股东权益	215638	280597	329545	388666	获利能力				
					毛利率	40.7%	43.0%	42.5%	40.0%
					净利率	14.4%	14.9%	15.5%	15.1%
					ROE	16.5%	18.6%	20.5%	21.1%
					ROIC	21.6%	32.1%	29.0%	31.8%
					偿债能力				
					资产负债率	74.7%	76.7%	75.4%	74.3%
					净负债比率				
					流动比率	1.59	1.33	1.35	1.37
					速动比率	0.56	0.35	0.25	0.24
					营运能力				
					总资产周转率	0.29	0.27	0.28	0.31
					应收账款周转率	43	43	43	43
					应付账款周转率	1.81	2.22	2.91	3.95
					每股指标（元）				
					每股收益(最新摊薄)	0.66	0.89	1.21	1.53
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.20	1.77	-1.17	0.69
					每股净资产(最新摊薄)	4.02	4.78	5.89	7.23
					估值比率				
					P/E	12.55	9.33	6.87	5.44
					P/B	2.07	1.74	1.41	1.15
					EV/EBITDA	8	7	5	4

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李少明: 中投证券房地产行业首席分析师, 工商管理硕士, 15 年证券研究从业经验。

主要覆盖公司: 万科、保利地产、招商地产、北京城建、滨江集团、首开股份、亿城股份、世茂股份、苏宁环球、金融街、中国国贸、泛海建设、中华企业、冠城大通、广宇发展等。

陈舒静: 中投证券房地产行业分析师, 毕业于中国人民大学商学院财务与金融系, 管理学硕士。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的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、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434