

房地产开发

署名人: 李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@cjis.cn

参与人: 陈舒静

S0960111080513

0755-82026849

chenshujing@cjis.cn

6-12个月目标价: 10.00元

当前股价: 7.29元

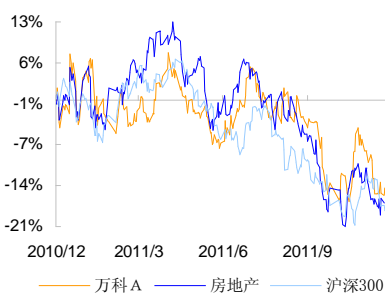
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2333.23
总股本(百万)	9680
流通股本(百万)	9658
流通市值(亿)	704
EPS	0.66
每股净资产(元)	4.02
资产负债率	74.69%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
万科A	-7.02	-9.22	-6.66
房地产	-4.95	-14.54	-14.25
沪深300指数	-5.20	-9.78	-14.87



相关报告

- 万科A-全年业绩高增长成定局, 无需调整盈利与估值 2011-10-25
- 万科A-龙头销售逆势上扬, 资源成本下降, 无需下调估值 2011-10-11
- 万科A-万科A-业绩稳步增长, 扩张优势尽显 2011-09-06

万科A

000002

推荐

短期销售受影响, 业绩锁定稳增长

11年11月, 公司实现销售面积73.8万平方米, 同比降23.9%, 环比下降26.5%; 销售金额82.9亿元, 同比降35.6%, 环比下降19.8%; 单月销售均价11233元/平米, 同比下降15.3%, 环比上升9.1%。新拓展项目3个。

投资要点:

- 楼市入冬, 信贷低迷, 推盘销售压力增大, 11月销售低于预期, 但符合市场情况。公司11月销售面积和金额同环比仍有所下降, 销售结构性因素致销售均价涨近一成。11月实现销售面积73.8万平米, 销售金额82.9亿元, 同比降23.9%和35.6%, 环比降26.5%和19.8%。销售均价1.12万元, 同比降15.3%, 环比升9.1%。
- 1-11月销售同比增长约两成, 在弱市中保持稳定增长, 领先行业。1-11月实现销售面积1021.8万平米, 同比增长23.3%; 实现销售金额1163.5亿元, 同比增长16.6%; 销售均价11387元, 同比跌5.4%。年底前仍有较大推盘量, 在市场低迷的情况下即使再“以销定价”的策略下, 全年实现1300亿元销售额有一定难度。
- 谨慎拿地, 11月新增项目3个, 分别位于上海、珠海和贵阳, 共获取权益建面53.9万平米, 需支付权益地价款12.3亿元。新增项目平均楼面地价2273元, 由于在上海获取的土地位于虹桥商务区, 拿地均价较1-11月平均地价低14%。
- 1-11月新增项目52个, 获取权益建面1122.3万平米, 合计需支付权益地价297.9亿元, 同比下降28.8%。1-11月累计地价/累计销售额为0.26, 去年同期为0.42, 差距进一步扩大, 扩张步伐更为稳健。1-11月平均楼面地价2655元, 较10年拿地成本低2.1%。土地市场持续低迷, 公司将借行业深度调整的绝佳机会在2012年积极寻找或以合作方式锁定优质资源, 继续保持低成本、高毛利率的竞争优势。
- 公司对行业运行规律的把控能力超凡, 以开发刚需普通住宅中小户型产品为主, 受调控影响小, 保证了公司平稳运营、正常周转。同时公司伺机而动, 获取资源成本持续走低, 保持良好的盈利竞争优势, 凸显了龙头公司逆周期高增长的非凡实力。
- 公司今明两年业绩已锁定, 前两年获取的低廉资源也可保障公司未来盈利不受冲击。2011-2013年EPS0.89、1.21和1.53元, RNAV9.2元, 股价对应PE分别为9/7/5倍。目前股价8折交易, 维持“推荐”评级。

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	50714	65928	85706	111418
收入同比(%)	4%	30%	30%	30%
归属母公司净利润	7283	9797	13296	16809
净利润同比(%)	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

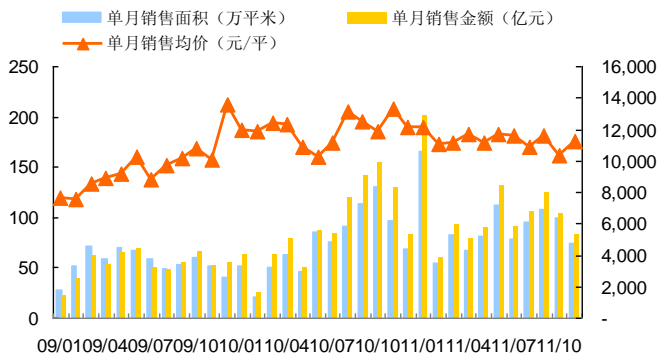


图 2: 万科月度销售均价与累计销售均价

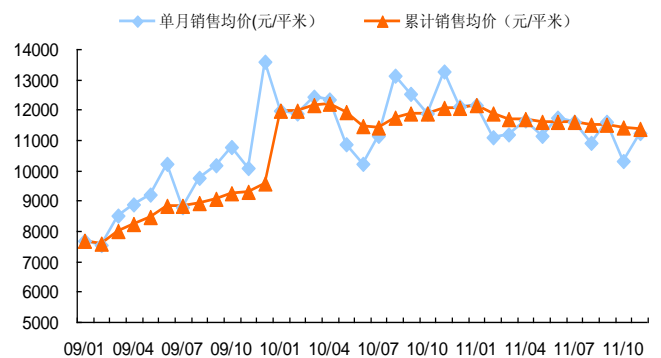


图 3: 万科各年月度销售均价

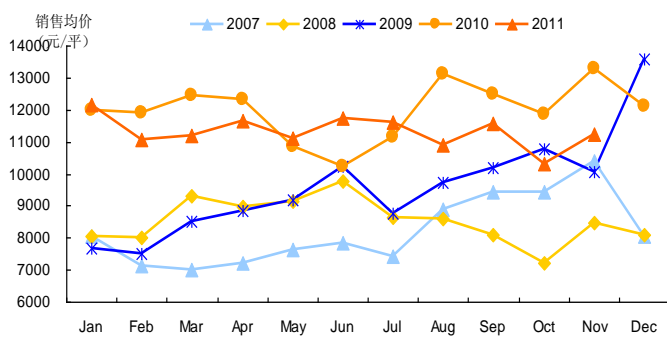


图 4: 万科各年累计销售均价

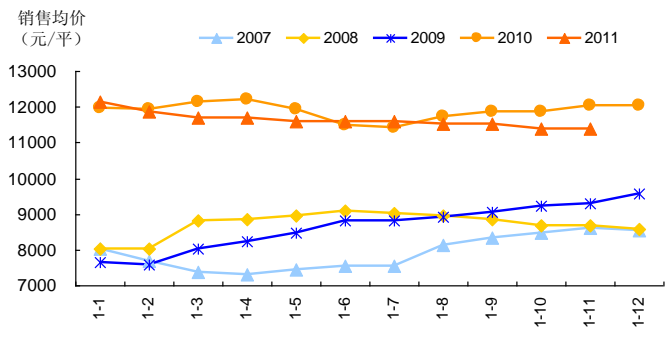


图 5: 万科各年月度销售面积

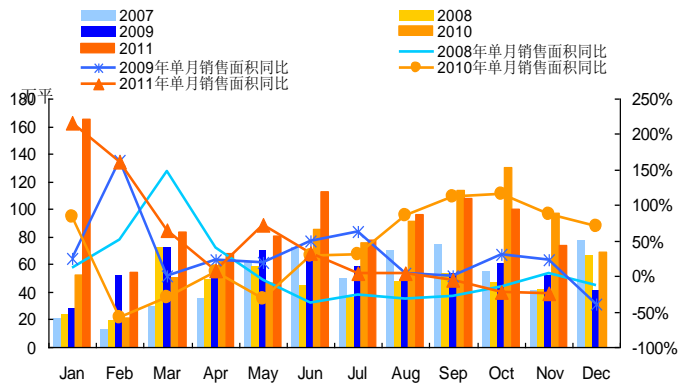


图 6: 万科各年月度销售金额

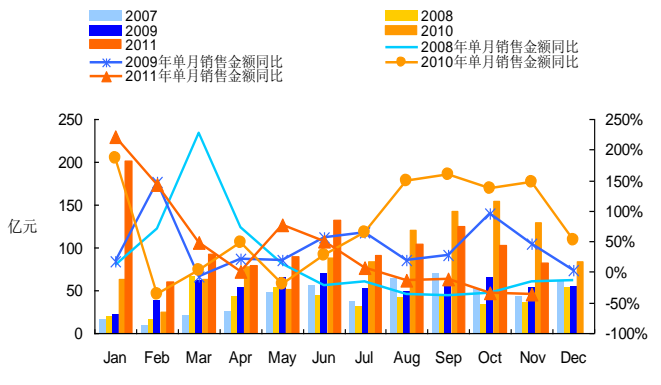


图 7: 万科各年累计销售面积

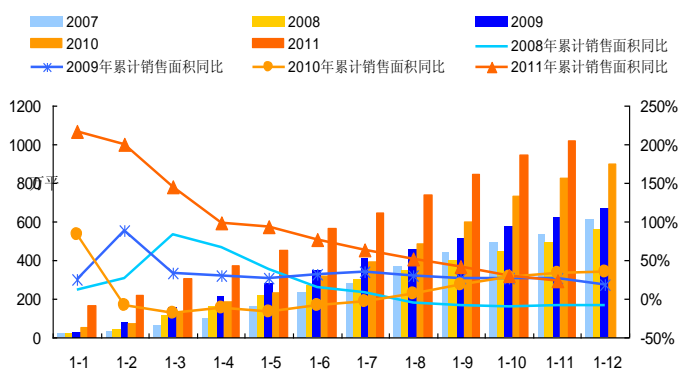
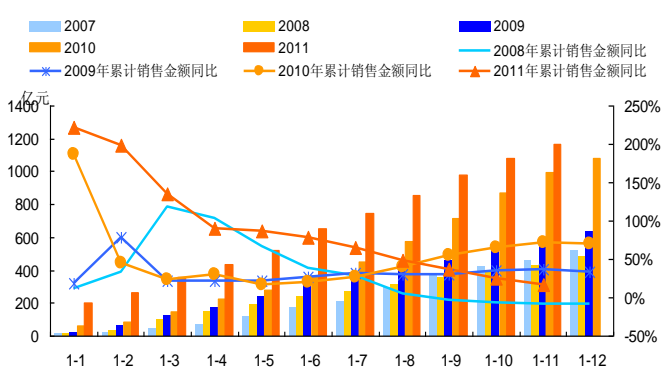


图 8: 万科累计销售金额各年同期比较



数据来源: 上市公司, 中投证券研究所

表 1: 公司 11 年 11 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		公司需支付 地价	楼面地价 (元/平)	
				建面	权益面积			
<b>1-10 月合计</b>			<b>688.8</b>	<b>1575.8</b>	<b>1068.4</b>	<b>285.7</b>	<b>2,674</b>	
1	上海市虹桥商务区核心区一期	上海	50%	3.2	11.1	5.5	7.4	13,484
2	珠海金湾区三灶地块	珠海	51%	6.3	19.0	9.6	1.5	1,504
3	贵阳市开发区动力厂项目	贵阳	51%	18.1	76.1	38.8	3.4	877
<b>11 月合计</b>			<b>27.6</b>	<b>106.2</b>	<b>53.9</b>	<b>12.3</b>	<b>2,273</b>	
<b>1-11 月合计</b>			<b>716.4</b>	<b>1682.0</b>	<b>1122.3</b>	<b>297.9</b>	<b>2,655</b>	

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
<b>流动资产</b>	205521	271666	320744	379995	<b>营业收入</b>	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
其他应收款	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
其他流动资产	0	0	1	2	资产减值损失	-545	0	0	0
<b>非流动资产</b>	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	<b>营业利润</b>	11895	16606	22535	28490
无形资产	374	374	374	374	营业外收入	72	0	0	0
其他非流动资产	4030	2954	2934	2914	营业外支出	26	0	0	0
<b>资产总计</b>	215638	280597	329545	388666	<b>利润总额</b>	11941	16606	22535	28490
<b>流动负债</b>	129651	203812	237183	277229	所得税	3101	4317	5859	7407
短期借款	1478	0	0	0	<b>净利润</b>	8840	12288	16676	21082
应付账款	16924	16924	16924	16924	少数股东损益	1556	2491	3380	4273
其他流动负债	74405	145000	174000	208800	<b>归属母公司净利润</b>	7283	9797	13296	16809
<b>非流动负债</b>	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
其他非流动负债	6610	6610	6610	6610					
<b>负债合计</b>	161051	215212	248584	288630	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	10354	12844	16225	20498	<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
股本	10995	10995	10995	10995	<b>成长能力</b>				
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%
<b>负债和股东权益</b>	215638	280597	329545	388666	<b>获利能力</b>				
					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%
					<b>偿债能力</b>				
					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
					<b>营运能力</b>				
					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
					<b>每股指标 (元)</b>				
					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
					<b>估值比率</b>				
					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

现金流量表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	2237	19432	-12883	7550
净利润	8840	12288	16676	21082
折旧摊销	117	131	131	131
财务费用	504	-864	-151	-138
投资损失	-778	-1000	-1300	-1500
营运资金变动	-5981	8417	-28238	-12025
其他经营现金流	-464	461	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-2192	979	1278	1478
资本支出	262	0	0	0
长期投资	-1901	0	0	0
其他投资现金流	-3831	979	1278	1478
<b>筹资活动现金流</b>	13025	-21713	-948	-1870
短期借款	290	-1478	0	0
长期借款	7288	-20000	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	232	0	0	0
其他筹资现金流	5215	-235	-948	-1870
<b>现金净增加额</b>	13094	-1302	-12553	7159

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 相关报告

报告日期	报告标题
2011-10-25	万科 A-全年业绩高增长成定局，无需调整盈利与估值
2011-10-11	万科 A-龙头销售逆势上扬，资源成本下降，无需下调估值
2011-09-06	万科 A-万科 A-业绩稳步增长，扩张优势尽显
2011-08-09	万科 A-销售业绩增幅超 7 成，高增长无忧
2011-08-05	万科 A-淡季销售增速放缓，稳健扩张蓄势待发
2011-07-04	万科 A-6 月销售业绩增长 30%以上，龙头实力无人能撼
2011-05-04	万科 A-4 月销售放缓，收入同比涨 1.3%
2011-04-21	万科 A-销售高增长，业绩符合预期
2011-04-07	万科 A-低成本扩张显优势，业绩高增长超预期
2011-03-09	万科 A-业绩符合预期，毛利率大幅提高
2011-02-10	万科 A-开年销售再创历史新高，优胜劣汰能力持续彰显
2011-01-05	万科 A-新增储备远超预期，净利润 6 年复合增长 43%可期

## 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 ±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。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(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。

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

### 北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编: 100032  
传真: (010) 63222939

### 上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434

### 深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518000  
传真: (0755) 82026711