

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: 12.00元

当前股价: 7.47元

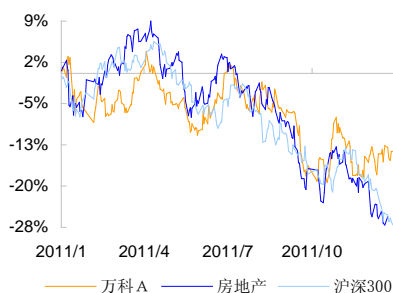
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2199.42
总股本(百万)	9680
流通股本(百万)	9658
流通市值(亿)	721
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	4.98	7.16	-10.62
房地产	-8.46	-8.45	-24.36
沪深300指数	-10.08	-9.37	-21.81



相关报告

短期销售受影响, 业绩锁定稳增长

2011-12-06

万科A-全年业绩高速增长成定局, 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

000002

推荐

全年销售稳中有升, 业绩持续增长可期

11年12月, 公司实现销售面积59.9万平方米, 同比降13.1%, 环比下降18.8%; 销售金额58.2亿元, 同比降30.3%, 环比下降29.8%; 单月销售均价9716元/平米, 同比下降19.8%, 环比下降13.5%。新拓展项目6个。

投资要点:

- 公司受整体楼市量价齐跌、陷入深度调整的影响, 12月销售面积和销售金额环比延续下跌态势。公司坚持以价换量, 降价促销, 销售面积及金额跌幅小于上月。12月实现销售面积59.9万平米, 销售金额58.2亿元, 同比降13.1%和30.3%, 环比降18.8%和29.8%。销售均价0.97万元, 同比降19.8%, 环比降13.5%。
- 2011年公司实现销售金额1222亿元, 略低于此前预期。1-12月累计实现销售面积1081.7万平米, 同比增长20.5%; 累计实现销售金额1221.7亿元, 同比增长13.0%; 累计销售均价11294元, 同比跌6.2%。公司“以销定价”的策略在调控中获得了相对较好的业绩, 全年销售业绩增超一成, 远超行业平均水平。
- 12月新增项目6个, 共获取权益建面97.9万平米, 需支付权益地价21.8亿元。新增项目主要位于二线城市, 平均楼面地价2220元。
- 2011年公司共新增项目58个, 获取权益建面1220.2万平米, 比10年低43%; 新增项目合计需支付权益地价319.7亿元, 同比少45%; 平均楼面地价2620元, 与10年平均拿地成本相比低3.4%。1-12月累计地价/累计销售额为0.26, 去年同期为0.54, 扩张更为审慎。土地市场的调整滞后于楼市, 公司将在未来土地市场持续深度调整的合适时机, 积极寻找或以合作方式锁定优质价廉资源, 不断强化公司低成本、高毛利率的竞争优势, 以期不断做大做强, 保持其龙头地位。
- 回首2011年, 限贷限购等政策调控使楼市陷入深度低迷的状态。得益于公司良好的行业运行把控力, 正确的刚需普通住宅中小户型产品定位, 合理的“以销定价”的营销策略, 使公司在市场持续向下的状况下能平稳运营, 并获得一定的增长, 不断展示出其龙头公司超越市场的非凡实力。
- 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两年盈利不受冲击。同时公司伺机而动, 在行业深度调整后加速扩张, 保持其低成本的竞争优势, 为未来的持续高速增长奠定基础。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8/6/5倍。未来12个月内合理股价12元, 当前股价6折交易, 仍被严重低估, 维持“推荐”评级。

风险提示: 欧债恶化带来中国经济恶化, 调控政策时间过长带来行业超预期调整等风险。

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

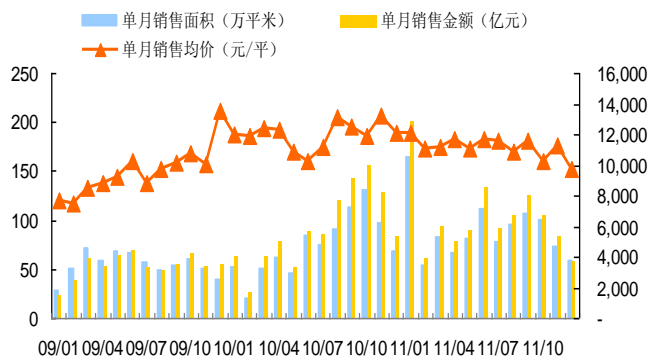


图 2: 万科月度销售均价与累计销售均价

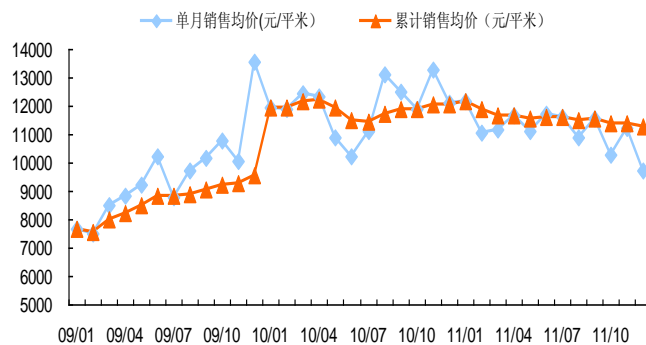


图 3: 万科各年月度销售均价

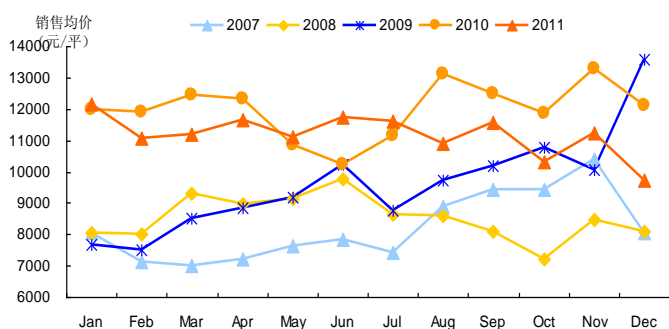


图 4: 万科各年累计销售均价

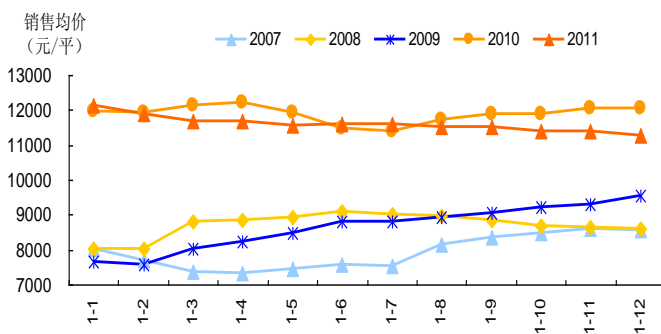


图 5: 万科各年月度销售面积

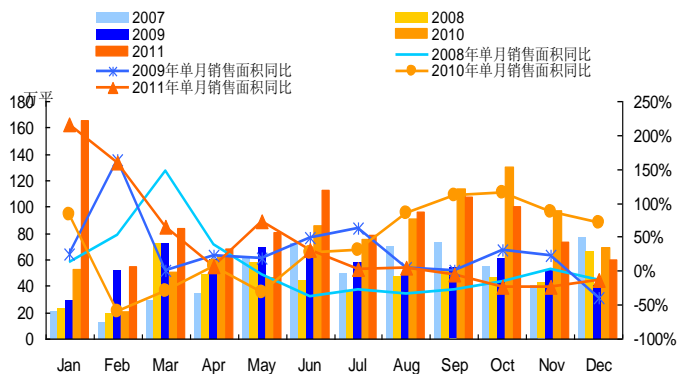


图 6: 万科各年月度销售金额

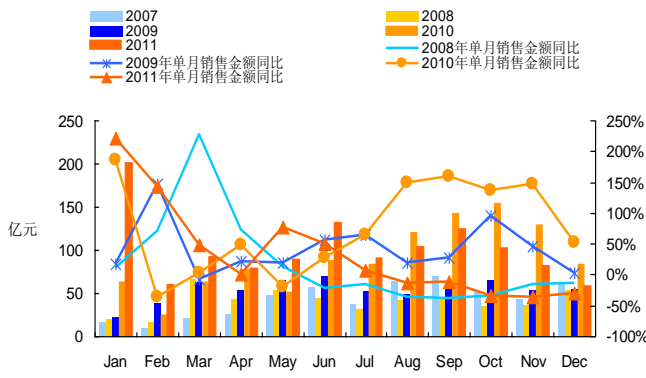


图 7: 万科各年累计销售面积

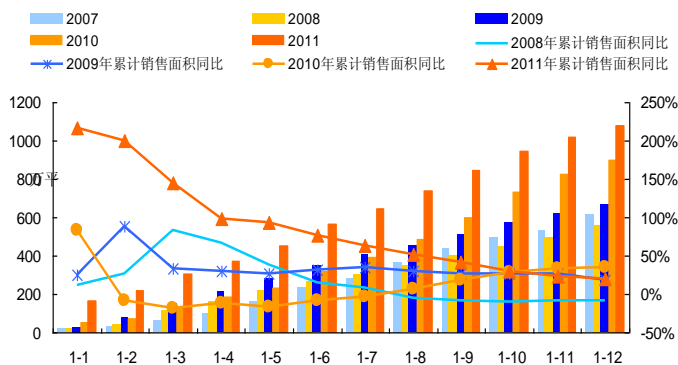
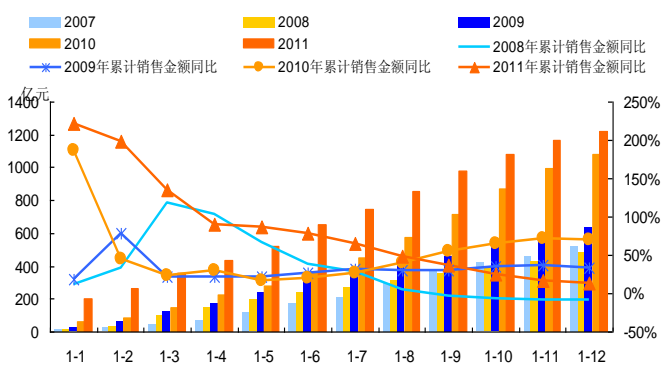


图 8: 万科累计销售金额各年同期比较



数据来源: 上市公司, 中投证券研究所

表 1: 公司 11 年 12 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			
1-11 月合计			716.4	1682.0	1122.3	297.9	2,655	
1	武汉花山生态城项目	武汉	50%	20.0	30.0	15.0	2.3	1,533
2	西安凤九路项目	西安	51%	10.7	37.0	19.1	1.6	853
3	重庆佰富项目	重庆	45%	43.6	58.8	26.5	9.6	3,624
4	南昌天香园项目	南昌	32.50%	30.0	41.9	13.7	2.2	1,612
5	惠东双月湾后续项目	惠州	67%	3.8	5.6	3.8	0.3	838
6	大连樱花园项目	大连	55%	18.4	36.3	19.9	5.7	2,859
12 月合计			126.5	209.6	97.9	21.7	2,220	
1-12 月合计			842.9	1891.6	1220.2	319.7	2,620	

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

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	205521	271666	320744	379995
现金	37817	36515	23962	31121
应收账款	1594	1427	2525	2613
其他应收款	14938	15117	15117	15117
预付账款	17838	17838	17838	17838
存货	133333	200769	261301	313304
其他流动资产	0	0	1	2
非流动资产	10117	8931	8801	8671
长期投资	4494	4494	4494	4494
固定资产	1220	1110	1000	890
无形资产	374	374	374	374
其他非流动资产	4030	2954	2934	2914
资产总计	215638	280597	329545	388666
流动负债	129651	203812	237183	277229
短期借款	1478	0	0	0
应付账款	16924	16924	16924	16924
其他流动负债	74405	145000	174000	208800
非流动负债	31401	11401	11401	11401
长期借款	24790	4790	4790	4790
其他非流动负债	6610	6610	6610	6610
负债合计	161051	215212	248584	288630
少数股东权益	10354	12844	16225	20498
股本	10995	10995	10995	10995
资本公积	8789	8789	8789	8789
留存收益	24058	32756	44952	59754
归属母公司股东权益	44233	52540	64736	79538
负债和股东权益	215638	280597	329545	388666

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	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
投资活动现金流	-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
筹资活动现金流	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
现金净增加额	13094	-1302	-12553	7159

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	50714	65928	85706	111418
营业成本	30073	37579	49281	66851
营业税金及附加	5624	8241	10285	11142
营业费用	2079	2967	2571	3343
管理费用	1846	2400	2485	3231
财务费用	504	-864	-151	-138
资产减值损失	-545	0	0	0
公允价值变动收益	-15	0	0	0
投资净收益	778	1000	1300	1500
营业利润	11895	16606	22535	28490
营业外收入	72	0	0	0
营业外支出	26	0	0	0
利润总额	11941	16606	22535	28490
所得税	3101	4317	5859	7407
净利润	8840	12288	16676	21082
少数股东损益	1556	2491	3380	4273
归属母公司净利润	7283	9797	13296	16809
EBITDA	12516	15872	22515	28483
EPS (元)	0.66	0.89	1.21	1.53

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	3.7%	30.0%	30.0%	30.0%
营业利润	37.0%	39.6%	35.7%	26.4%
归属于母公司净利润	36.7%	34.5%	35.7%	26.4%
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

相关报告

报告日期	报告标题
2011-12-06	短期销售受影响，业绩锁定稳增长
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.china-invs.cn>

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

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