

房地产开发

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: 8.51元

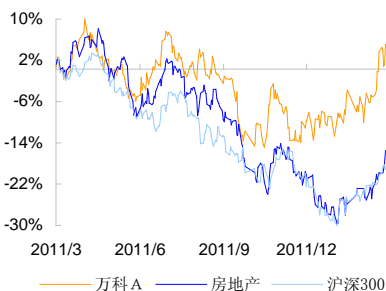
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2445.00
总股本(百万)	9680
流通股本(百万)	9658
流通市值(亿)	821
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	9.24	19.76	9.11
房地产	19.27	10.99	-4.21
沪深300指数	6.86	4.43	-7.50



相关报告

万科A - 销售环比回升, 政策微调利好公司

2012-02-06

万科A - 全年销售稳中有升, 业绩持续增长

可期 2012-01-05

短期销售受影响, 业绩锁定稳增长

2011-12-06

万科A

000002

推荐

以价换量, 销售同比逆转回升

12年2月, 公司实现销售面积72万平方米, 同比升31.1%, 环比降39.5%; 销售金额73.4亿元, 同比升20.7%, 环比降39.8%; 单月销售均价10194元/平米, 同比下降8.0%, 环比降0.6%。

投资要点:

- 2月实现销售面积72万平米, 销售金额73.4亿元。受年后楼市回暖及去年同期基数较低影响, 销售面积和金额分别同比上升31.1%和20.7%; 2月业绩包含部分认购未在去年底签约的销售以及2月新推盘减少, 销售面积和金额环比分别下降39.5%和39.8%。销售均价1.02万元, 同比降8.0%, 环比降0.6%, 以价换量成效明显。
- 1-2月累计实现销售面积191万平米, 同比降13.3%; 累计实现销售金额195.4亿元, 同比降25.4%; 1-2月销售均价1.023万元, 同比跌13.9%。自去年2月底限购令密集出台以来, 整体楼市成交逐步趋冷, 公司也受此影响, 1-2月成交同比有所萎缩。但公司准确把握市场、合理定位住宅产品, 销售业绩仍远超行业水平。
- 2月无新增项目。一方面年初为土地淡季及土地寒冬, 政府推地量减少; 另一方面, 在调控持续不放松的背景下, 公司的拿地扩张更为谨慎, 可选择优质资源更多, 待土地市场深度调整后, 将以更合理的价格获取更优质的土地, 强化低成本竞争优势。
- 政策方面, 信贷支持首置并利率降为基准内, 加快对开发普通性住宅的优质开发商信贷支持, 使发展刚需普通住宅的万科最为受益。伴随后续信贷政策的落地执行, 公司的销售业绩将更为乐观。而且, 公司12年业绩已锁定, 前两年获取的低廉资源也可保障公司12-13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, 为未来的持续高增长奠定基础。维持对公司2011-2013年EPS0.89、1.21和1.53元, RNAV9.18元的判断。未来12个月内合理股价12元, 当前股价9折交易, 价值依然被低估, 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%	42.5%	40.0%
ROE(%)	16.5%	18.6%	20.5%	21.1%
每股收益(元)	0.66	0.89	1.21	1.53
P/E	12.91	9.60	7.07	5.59
P/B	2.13	1.79	1.45	1.18
EV/EBITDA	9	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

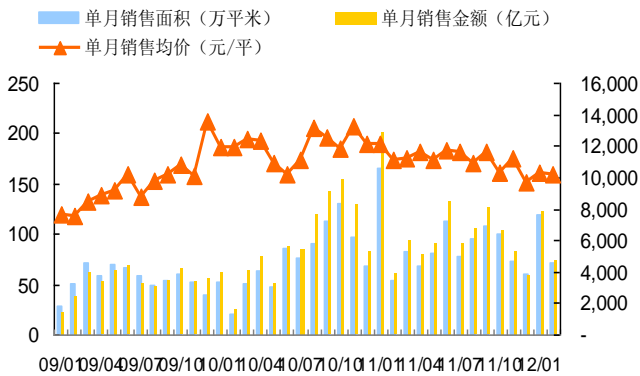


图 2: 万科月度销售均价与累计销售均价

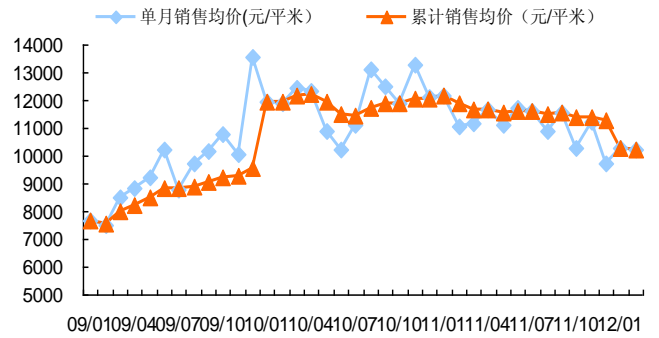


图 3: 万科各年月度销售均价

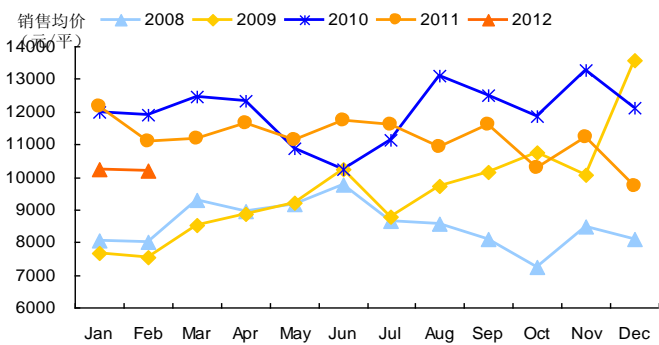


图 4: 万科各年累计销售均价

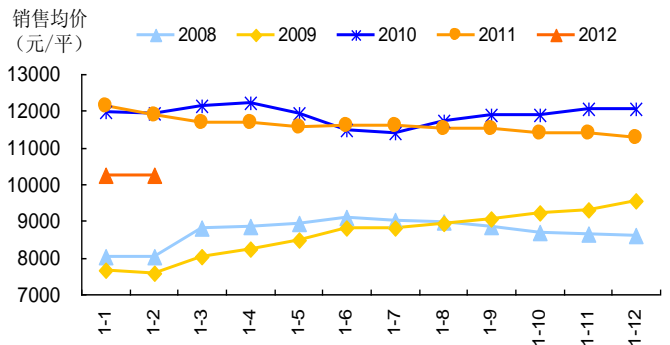


图 5: 万科各年月度销售面积

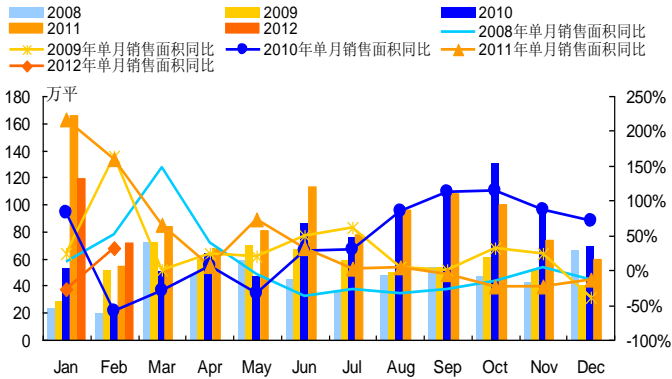


图 6: 万科各年月度销售金额

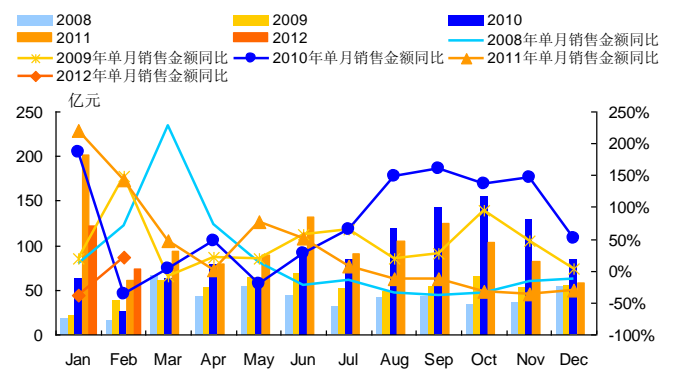


图 7: 万科各年累计销售面积

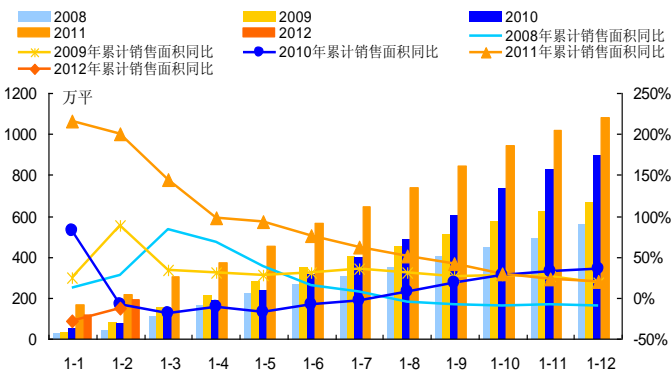
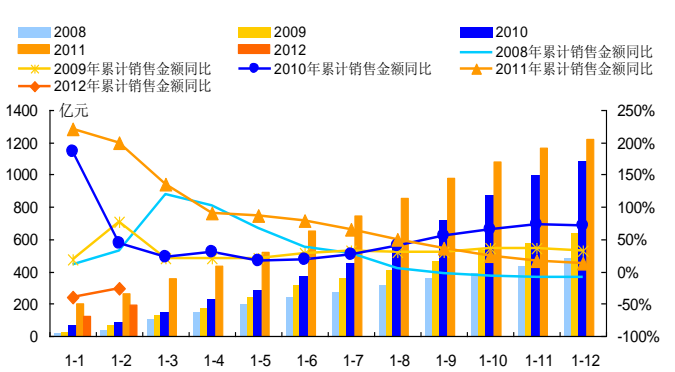


图 8: 万科累计销售金额各年同期比较



数据来源: 上市公司, 中投证券研究所

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	12.91	9.60	7.07	5.59
P/B	2.13	1.79	1.45	1.18
EV/EBITDA	9	7	5	4

相关报告

报告日期	报告标题
2012-02-06	万科 A - 销售环比回升, 政策微调利好公司
2012-01-05	万科 A - 全年销售稳中有升, 业绩持续增长可期
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

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