



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

al- 1. ale 1.1
具 太
75-77-1X 11

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,信貸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,在行业深度调整后将加速扩张,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

■ 单月销售面积(万平米) 単月销售金额(亿元) ┷━ 単月销售均价(元/平) 250 16,000 14,000 200 12,000 10,000 150 8.000 100 6,000 4,000 50 2,000 0 09/0109/0409/0709/1010/0110/0410/0710/1011/0111/0411/0711/1012/01

图 2: 万科月度销售均价与累计销售均价

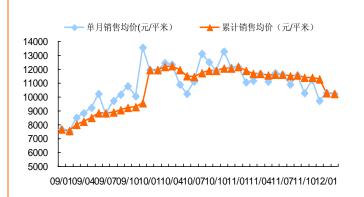


图 3: 万科各年月度销售均价

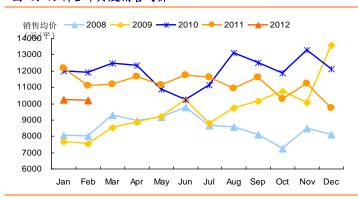


图 4: 万科各年累计销售均价

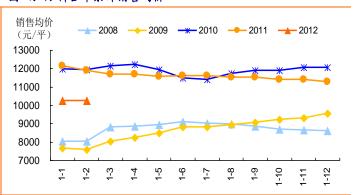


图 5: 万科各年月度销售面积

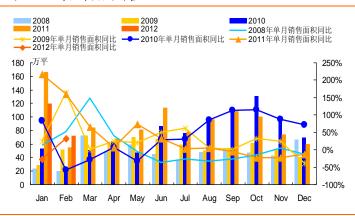


图 6: 万科各年月度销售金额

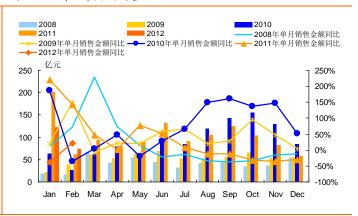


图 7: 万科各年累计销售面积

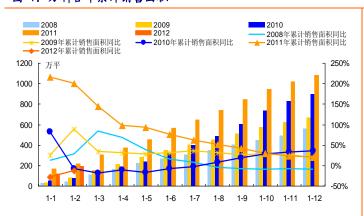
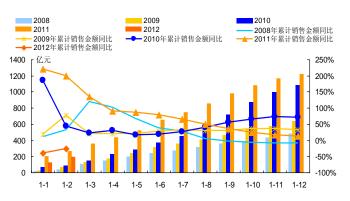


图 8: 万科累计销售金额各年同期比较



数据来源:上市公司,中投证券研究所



附: 财务预测表

	2010 50714 30073 5624 2079 1846 504 -545 778 11895 72 26 11941 3101 8840 1556 7283 12516 0.66	2011E 65928 37579 8241 2967 2400 -864 0 1000 16606 0 16606 4317 12288 2491 9797 15872 0.89	2012E 85706 49281 10285 2571 2485 -151 0 1300 22535 0 0 22535 5859 16676 3380 13296 22515 1.21
1	30073 5624 2079 1846 504 -545 -15 778 11895 72 26 11941 3101 8840 1556 7283 12516 0.66	37579 8241 2967 2400 -864 0 1000 16606 4317 12288 2491 9797 15872 0.89	49281 10285 2571 2485 -151 0 0 1300 22535 0 0 22535 5859 16676 3380 13296 22515
根原軟数	5624 2079 1846 504 -545 -15 778 11895 72 26 11941 3101 8840 1556 7283 12516 0.66	8241 2967 2400 -864 0 1000 16606 4317 12288 2491 9797 15872 0.89	10285 2571 2485 -151 0 1300 22535 0 0 22535 5859 16676 3380 13296 22515
他庭收款	2079 1846 504 -545 778 11895 72 26 11941 3101 8840 1556 7283 12516 0.66	2967 2400 -864 0 0 1000 16606 0 16606 4317 12288 2491 9797 15872 0.89	2571 2485 -151 0 1300 22535 0 0 22535 5859 16676 3380 13296 22515
17838	1846 504 -545 -15 778 11895 72 26 11941 3101 8840 1556 7283 12516 0.66	2400 -864 0 1000 16606 0 0 16606 4317 12288 2491 9797 15872 0.89	2485 -151 0 0 1300 22535 0 0 22535 5859 16676 3380 13296 22515
133333 200769 261301 313304 財务費用 他流动資产	504 -545 -15 778 11895 72 26 11941 3101 8840 1556 7283 12516 0.66	-864 0 0 1000 16606 0 16606 4317 12288 2491 9797 15872 0.89	-151 0 0 1300 22535 0 0 22535 5859 16676 3380 13296 22515
他流动資产	-545 -15 778 11895 72 26 11941 3101 8840 1556 7283 12516 0.66	0 1000 16606 0 0 16606 4317 12288 2491 9797 15872 0.89	0 1300 22535 0 0 22535 5859 16676 3380 13296 22515
10117 8931 8801 8671 公允价值变动收益 次資庫收益 4494 4494 4494 4494 投資庫收益 投資庫收益 投資庫收益 企業庫 1220 1110 1000 890 曹业利润 1 1.形资产 374 374 374 374 营业外收入 营业外支出 营业外支出 营业外支出 营业外支出 营业外支出 营业外支出 大产总计 215638 280597 329545 388666 利润总额 1 1 1 1 1 1 1 1 1	-15 778 11895 72 26 11941 3101 8840 1556 7283 12516 0.66	0 1000 16606 0 0 16606 4317 12288 2491 9797 15872 0.89	0 1300 22535 0 0 22535 5859 16676 3380 13296 22515
期報資	778 11895 72 26 11941 3101 8840 1556 7283 12516 0.66	1000 16606 0 16606 4317 12288 2491 9797 15872 0.89	1300 22535 0 0 22535 5859 16676 3380 13296 22515
1220	11895 72 26 11941 3101 8840 1556 7283 12516 0.66	16606 0 0 16606 4317 12288 2491 9797 15872 0.89	22535 0 0 22535 5859 16676 3380 13296 22515
表現	72 26 11941 3101 8840 1556 7283 12516 0.66	0 16606 4317 12288 2491 9797 15872 0.89	0 22535 5859 16676 3380 13296 22515
世典権赦 2914 2934 2914 营业外支出 14030 2954 2934 2914 营业外支出 215638 280597 329545 388666 利润必額 1 29651 203812 237183 277229 所得税 2期借款 1478 0 0 0 净利润 24件账款 16924 16924 16924 少数股东损益 24件账款 16924 145000 174000 208800 归属母公司净利润 24件账款 24790 4790 4790 4790 EPS (元) 215212 248584 288630 主要财务比率 24790 4790 4790 4790 EPS (元) 248584 288630 主要财务比率 24790 4790 4790 4790 基本 10995 10995 成长能力 161051 215212 248584 288630 主要财务比率 24058 32756 44952 59754 营业利润 34属母公司股东权益 24058 32756 44952 59754 营业利润 34亿母公 24058 32756 44952 59754 营业利润 34亿母公 24058 32756 44952 59754 营业和润 34亿母公 24058 32756 44952 59754 营业和润 34亿母公 24058 32756 44952 59754	26 11941 3101 8840 1556 7283 12516 0.66	0 16606 4317 12288 2491 9797 15872 0.89	0 22535 5859 16676 3380 13296 22515
1 29651 203812 237183 277229 所得稅 1 2478	11941 3101 8840 1556 7283 12516 0.66	16606 4317 12288 2491 9797 15872 0.89	22535 5859 16676 3380 13296 22515
129651 203812 237183 277229 所得稅 14期借款 1478 0 0 0 0	3101 8840 1556 7283 12516 0.66	4317 12288 2491 9797 15872 0.89	5859 16676 3380 13296 22515
世代縣款 1478 0 0 0 少数股东损益 性代縣款 16924 16924 16924 少数股东损益 性化流动负债 74405 145000 174000 208800 归属母公司净利润 産流动负债 31401 11401 11401 11401 EBITDA 1 期借款 24790 4790 4790 4790 EPS (元) 性非流动负债 6610 6610 6610 6610 6610 6610 6610 661	8840 1556 7283 12516 0.66	12288 2491 9797 15872 0.89	16676 3380 13296 22515
世代縣款 1478 0 0 0 少数股东损益 性代縣款 16924 16924 16924 少数股东损益 性化流动负债 74405 145000 174000 208800 归属母公司净利润 産流动负债 31401 11401 11401 11401 EBITDA 1 期借款 24790 4790 4790 4790 EPS (元) 性非流动负债 6610 6610 6610 6610 6610 6610 6610 661	1556 7283 12516 0.66	2491 9797 15872 0.89	3380 13296 22515
#他流动负债 74405 145000 174000 208800 归属母公司净利润 E流动负债 31401 11401 11401 11401 EBITDA 1 EBITDA 1 EPS (元) PPS (元) P	7283 12516 0.66	9797 15872 0.89	13296 22515
1401	12516 0.66	15872 0.89	22515
1401	12516 0.66	0.89	22515
主期借款 24790 4790 4790 4790 EPS (元) 上他非流动负债 6610 6610 6610 6610 遺債合计 161051 215212 248584 288630 主要财务比率 一数股东权益 10354 12844 16225 20498 会计年度 基本 10995 10995 10995 成长能力 基本公积 8789 8789 8789 营业收入 基内收益 24058 32756 44952 59754 营业利润 3 基局母公司股东权益 44233 52540 64736 79538 归属于母公司净利润 3 基债和股东权益 215638 280597 329545 388666 获利能力 基本計學 2010 2011E 2012E 2013E ROE 1 基常活动现金流 2237 19432 -12883 7550 ROIC 2 专利润 8840 12288 16676 21082 偿债能力 计四排销 117 131 131 131 131 资产负债率 7	0.66		
他非流动负债			
161051 215212 248584 288630 主要财务比率 10354 12844 16225 20498 会计年度 点本 10995 10995 10995 10995 成长能力 营业收入 营业收入 营业收入 营业收益 24058 32756 44952 59754 营业利润 34属母公司股东权益 44233 52540 64736 79538 归属于母公司净利润 34债和股东权益 215638 280597 329545 388666 获利能力 毛利率 4 全流量表 净利率 1 全流量表 2010 2011E 2012E 2013E ROE 1 全活动现金流 2237 19432 -12883 7550 ROIC 2267 全营活动现金流 2237 19432 -12883 7550 ROIC 2267 全债能力 计中模 117 131 131 131 131 资产负债率 7	2010	2011E	
数股东权益	2010	2011E	
10995 10995 10995 10995 成长能力	2010	ZUITE	2012E
RAD RAD RAD RAD Part Pa			20122
存收益 24058 32756 44952 59754 营业利润 3 廣母公司股东权益 44233 52540 64736 79538 归属于母公司净利润 3 債和股东权益 215638 280597 329545 388666 获利能力 建金流量表 净利率 1 计年度 2010 2011E 2012E 2013E ROE 1 建管活动现金流 2237 19432 -12883 7550 ROIC 2 利润 8840 12288 16676 21082 偿债能力 中排销 117 131 131 131 资产负债率 7	3.7%	30.0%	30.0%
1届母公司股东权益 44233 52540 64736 79538 归属于母公司净利润 3 债和股东权益 215638 280597 329545 388666 获利能力 毛利率 净利率 1 小叶年度 2010 2011E 2012E 2013E ROE 1 港营活动现金流 2237 19432 -12883 7550 ROIC 2 科润 8840 12288 16676 21082 偿债能力 中田維销 117 131 131 131 资产负债率 7	37.0%	39.6%	35.7%
债和股东权益 215638 280597 329545 388666 获利能力 毛利率 4 净利率 1 计年度 2010 2011E 2012E 2013E ROE 1 整营活动现金流 2237 19432 -12883 7550 ROIC 2 种润 8840 12288 16676 21082 偿债能力 计口摊销 117 131 131 131 资产负债率 7	36.7%	34.5%	35.7%
L金流量表 毛利率 4 上十年度 2010 2011E 2012E 2013E ROE 1 上十年度 2237 19432 -12883 7550 ROIC 2 上升润 8840 12288 16676 21082 偿债能力 广田排销 117 131 131 131 资产负债率 7			
上计年度 2010 2011E 2012E 2013E ROE 1 建管活动现金流 2237 19432 -12883 7550 ROIC 2 中利润 8840 12288 16676 21082 偿债能力 中旧排销 117 131 131 131 资产负债率 7	40.7%	43.0%	42.5%
计年度 2010 2011E 2012E 2013E ROE 1 整管活动现金流 2237 19432 -12883 7550 ROIC 2 利润 8840 12288 16676 21082 偿债能力 计回摊销 117 131 131 131 资产负债率 7	14.4%	14.9%	15.5%
E菅活动现金流 2237 19432 -12883 7550 ROIC 2 4利润 8840 12288 16676 21082 偿债能力 5日摊销 117 131 131 131 资产负债率 7	16.5%	18.6%	20.5%
÷利润 8840 12288 16676 21082 偿债能力 行旧摊销 117 131 131 131 资产负债率 7	21.6%	32.1%	29.0%
r旧摊销 117 131 131 131 资产负债率 7	21.070	02.170	20.070
	74.7%	76.7%	75.4%
†务费用 504 -864 -151 -138 净负债比率			
t资损失 -778 -1000 -1300 -1500 流动比率	1.59	1.33	1.35
·运资金变动 -5981 8417 -28238 -12025 速动比率	0.56	0.35	0.25
-464 461 0 0 营运能力			
上资活动现金流 -2192 979 1278 1478 总资产周转率	0.29	0.27	0.28
· 本支出 262 0 0 0 应收账款周转率	43	43	43
-期投资 -1901 O O 应付账款周转率	1.81	2.22	2.91
-他投资现金流 -3831 979 1278 1478 每股指标(元)		2.22	2.51
- 資活効現金流 13025 - 21713 -948 -1870 毎股收益(最新摊薄)	0.66	0.89	1.21
E期借款 290 -1478 0 0 每股经营现金流(最新摊薄)	0.20	1.77	-1.17
- 期借款	4.02	4.78	5.89
·通股增加 0 0 0 估值比率	7.02	4.70	5.09
	12.91	9.60	7.07
· 本公积增加	12.31	1.79	1.45
-他寿贞现金流 5215 -235 -946 -1870 P/B L 金净增加额 13094 -1302 -12553 7159 EV/EBITDA	2.13	1.79	1.45

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