

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: 8.60元

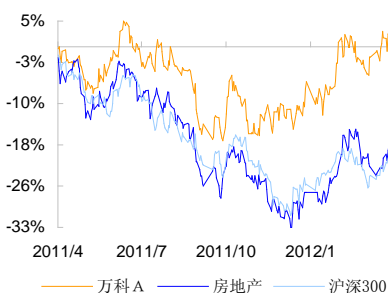
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2406.86
总股本(百万)	9680
流通股本(百万)	9658
流通市值(亿)	834
EPS	0.88
每股净资产(元)	4.82
资产负债率	77.10%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
万科A	3.17	13.61	23.25
房地产	7.56	19.12	15.28
沪深300指数	-0.12	6.42	1.69



相关报告

- 万科A - 销售回暖, 领跑行业 2012-04-06
- 万科A - 业绩符合预期, 逆市增长龙头优势尽显 2012-03-13
- 万科A - 以价换量, 销售同比逆转回升 2012-03-06

万科A

000002

强烈推荐

稳步增长, 审慎扩张, 继续受益刚需释放

公司4月24日公布了2012年一季度报。

投资要点:

- 12年1季度实现结算面积75.4万平米(+83.3%)、结算收入101.3亿元(+32.1%); 营业收入、归属上市公司股东净利润103.5亿元(+30%)和14亿元(+16%)。综合毛利率41.8%, 同比降7个百分点; 净利率13.5%, 同比降2个百分点。公司以价换量, 预计未来结算毛利率和净利率将继续下降。三项费用率同比降2.1个百分点, 成本费用控制能力增强。
- 签约时滞导致去年同期基数较大, 12年1季度销售同比有所下降, 实现销售面积301万平米(-1%)、销售金额311亿元(-12.5%)。而市场占有率(销售金额占比)升至3.59%。预收款项1224亿元, 较年初增10%; 且合并报表范围内共有1304万平米合计约1389亿元已售尚未结算资源, 较年初增167亿元, 业绩锁定。
- 审慎扩张, 公司拥有权益计算的建筑面积3000多万方, 可供未来2-3年发展。参与城市更新改造类项目1个/权益建面39.4万平米, 平均楼面综合改造成本和地价约3799元/平米。公司持续关注土地市场动向, 将择时择机扩张。
- 现金为王, 负债低, 经营安全稳健。货币资金390.5亿元, 较年初增14%, 较短期借款及一年内到期非流动负债多213亿元; 资产负债率78%、扣除预收账款后的负债率微降至38%、净负债率23%, 远低于行业水平, 财务状况十分安全。
- 公司刚需产品占比90%, 符合政策支持方向。且以销定价快速销售的策略使公司销售稳定持续。随后续推盘增加, 公司12年销售业绩有望增长。预计公司2012-2014年EPS1.16、1.5和1.93元, 对应PE分别为7/6/4倍。RNAV9.18元, 目前股价9折交易。维持未来6个月内合理股价12元的判断, 当前股价依然被低估, 维持“强烈推荐”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	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	71783	93318	121313	157707
收入同比(%)	42%	30%	30%	30%
归属母公司净利润	9625	12751	16487	21180
净利润同比(%)	32%	32%	29%	28%
毛利率(%)	39.8%	39.0%	37.0%	37.0%
ROE(%)	18.2%	19.6%	20.2%	20.6%
每股收益(元)	0.88	1.16	1.50	1.93
P/E	9.82	7.42	5.74	4.46
P/B	1.79	1.45	1.16	0.92
EV/EBITDA	7	5	4	3

资料来源: 中投证券研究所

附：公司12年一季报报财务与经营等指标

图 1：经营情况

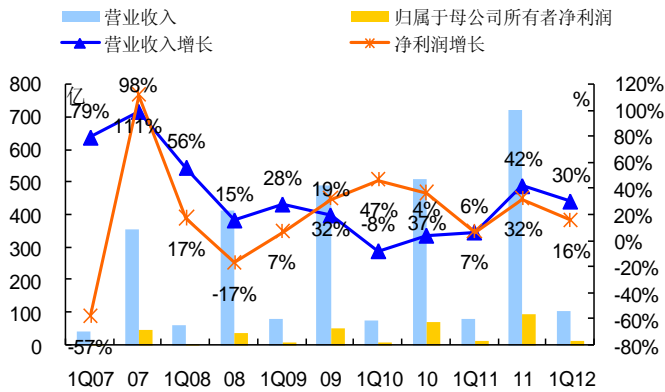


图 2：EPS 和 ROE

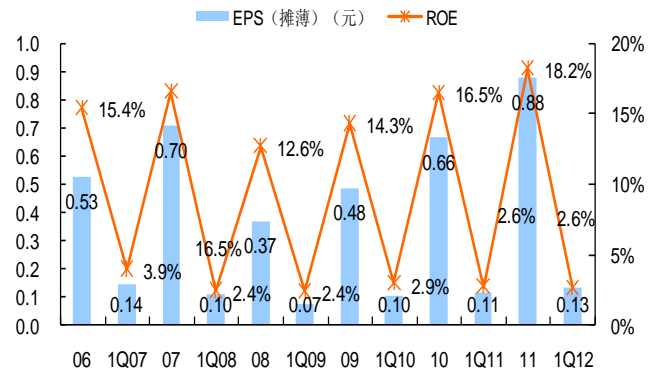


图 3：综合毛利率和净利率

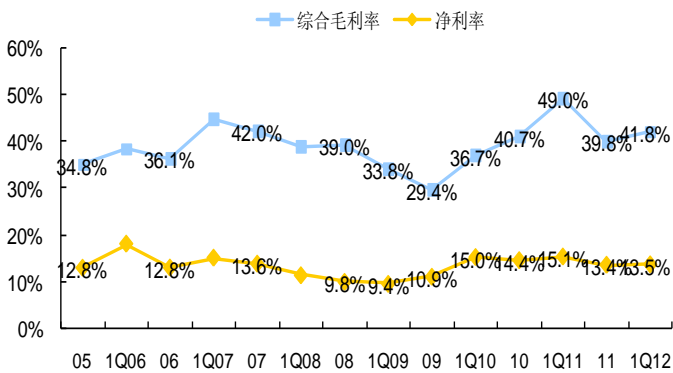


图 4：三费水平

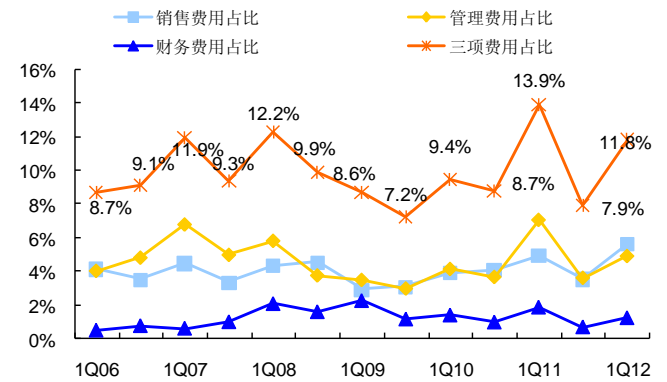
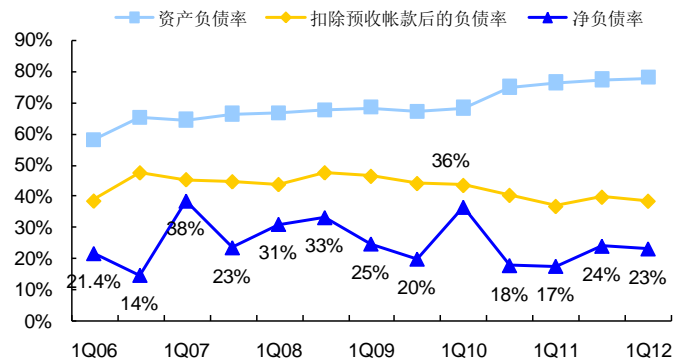


图 5：负债水平



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	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	282647	398474	507584	607330
现金	34240	43859	57017	74122
应收账款	1515	2560	2773	4160
其他应收款	18441	18667	18667	18667
预付账款	20116	20116	20116	20116
存货	208335	313272	409009	490263
其他流动资产	0	0	1	2
<b>非流动资产</b>	13562	12966	12834	12702
长期投资	6426	6426	6426	6426
固定资产	1596	1479	1362	1245
无形资产	435	435	435	435
其他非流动资产	5104	4625	4610	4595
<b>资产总计</b>	296208	411441	520418	620032
<b>流动负债</b>	200724	301033	390010	463931
短期借款	1724	59669	111903	141732
应付账款	29746	29746	29746	29746
其他流动负债	111102	144432	173319	207982
<b>非流动负债</b>	27652	27652	27652	27652
长期借款	20972	20972	20972	20972
其他非流动负债	6680	6680	6680	6680
<b>负债合计</b>	228376	328685	417662	491582
少数股东权益	14865	17582	21096	25610
股本	10995	10995	10995	10995
资本公积	8843	8843	8843	8843
留存收益	32583	45335	61822	83001
归属母公司股东权益	52968	65173	81660	102840
<b>负债和股东权益</b>	296208	411441	520418	620032

**现金流量表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	3389	-48582	-39390	-12725
净利润	11600	15469	20001	25694
折旧摊销	137	141	141	141
财务费用	510	720	961	1474
投资损失	-700	-1000	-1300	-1500
营运资金变动	-7688	-63567	-59193	-38534
其他经营现金流	-469	-344	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-5653	976	1275	1475
资本支出	262	0	0	0
长期投资	-987	0	0	0
其他投资现金流	-6378	976	1275	1475
<b>筹资活动现金流</b>	807	57225	51273	28355
短期借款	246	57945	52234	29829
长期借款	-3819	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	54	0	0	0
其他筹资现金流	4325	-720	-961	-1474
<b>现金净增加额</b>	-1483	9620	13158	17105

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	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	71783	93318	121313	157707
营业成本	43228	56924	76427	99355
营业税金及附加	7779	9798	10918	14194
营业费用	2557	2986	3639	4731
管理费用	2578	2986	3639	4731
财务费用	510	720	961	1474
资产减值损失	65	0	0	0
公允价值变动收益	-3	0	0	0
投资净收益	700	1000	1300	1500
<b>营业利润</b>	15763	20904	27028	34721
营业外收入	76	0	0	0
营业外支出	34	0	0	0
<b>利润总额</b>	15806	20904	27028	34721
所得税	4206	5435	7027	9027
<b>净利润</b>	11600	15469	20001	25694
少数股东损益	1975	2717	3514	4514
<b>归属母公司净利润</b>	9625	12751	16487	21180
<b>EBITDA</b>	16410	21764	28130	36336
<b>EPS (元)</b>	0.88	1.16	1.50	1.93

**主要财务比率**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	41.5%	30.0%	30.0%	30.0%
营业利润	32.5%	32.6%	29.3%	28.5%
归属于母公司净利润	32.2%	32.5%	29.3%	28.5%
<b>获利能力</b>				
毛利率	39.8%	39.0%	37.0%	37.0%
净利率	13.4%	13.7%	13.6%	13.4%
ROE	18.2%	19.6%	20.2%	20.6%
ROIC	21.9%	15.7%	14.2%	15.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	77.1%	79.9%	80.3%	79.3%
净负债比率				
流动比率	1.41	1.32	1.30	1.31
速动比率	0.37	0.28	0.25	0.25
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.28	0.26	0.26	0.28
应收账款周转率	45	45	45	45
应付账款周转率	1.85	1.91	2.57	3.34
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.88	1.16	1.50	1.93
每股经营现金流(最新摊薄)	0.31	-4.42	-3.58	-1.16
每股净资产(最新摊薄)	4.82	5.93	7.43	9.35
<b>估值比率</b>				
P/E	9.82	7.42	5.74	4.46
P/B	1.79	1.45	1.16	0.92
EV/EBITDA	7	5	4	3

## 相关报告

报告日期	报告标题
2012-04-06	万科A - 销售回暖, 领跑行业
2012-03-13	万科A - 业绩符合预期, 逆市增长龙头优势尽显
2012-03-06	万科A - 以价换量, 销售同比逆转回升
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%

## 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。

张岩, 中投证券房地产行业分析师, 毕业于北京大学经济学院金融学专业, 经济学硕士。

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