

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: 10.00元

当前股价: 8.70元

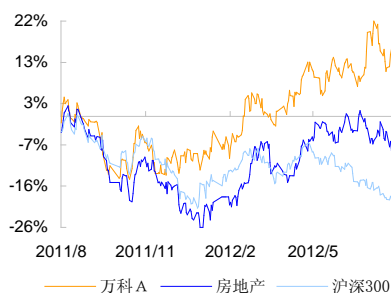
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2132.80
总股本(百万)	9680
流通股本(百万)	9661
流通市值(亿)	840
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	-0.94	-1.72	15.29
房地产	-10.54	-13.60	5.92
沪深300指数	-4.52	-12.29	-5.33



相关报告

万科A - 推盘“促”销售, 业绩创新高

2012-07-05

万科A - “红五月”来临, 政策受益后市稳

中有进 2012-06-05

万科A - 受推盘影响销售环比下降

2012-05-07

万科A

000002

推荐

普宅“高周转”, 低成本扩张优势彰显

7月公司销售面积96万平, 销售金额103.9亿元。单月销售均价10823元/平米, 同比下降6.8%, 环比下降0.6%。新拓展项目6个。

投资要点:

- 7月销售或受推盘减少以及三四线城市销售弱于一二线城市影响高位回落。公司7月实现销售面积96万平米, 销售金额103.9亿元; 销售面积和金额同比分别上升22.8%和14.4%, 环比分别下降21.6%和22.0%。销售均价10823元, 同比降6.8%, 环比降0.6%。
- 1-7月实现销售面积698.5万平米, 同比涨8.5%, 创历史新高; 实现销售金额729.3亿元, 同比降2.4%, 降幅不断缩小; 销售均价1.044万元, 同比跌10.1%。由于均价下降, 且去年基数较大, 销售额低于去年同期水平。下半年可售货量将大幅增加, 新推盘或将超上半年50%, 在市场回温中销售额超越上半年概率大, 全年销售额增长10%-20%可期。
- 公司拿地或进入密集期, 7月新增6个项目, 共获取权益建面84.1万平米, 需支付权益地价30.2亿元, 平均楼面地价3588元。其中稀缺地块上海虹桥商务区新增一幅土地楼面地价11370元, 拉高了楼面成交均价; 若剔除此地块影响, 其余二线城市地块平均楼面地价1492元, 成本低廉优势突出。
- 1-7月新增20个项目, 共获取权益建面298.8万平米, 较去年同期少58%, 降幅缩小。平均楼面地价2812元, 与11年平均拿地成本相比高7.3%。根据公司全年获取土地建面不低于销售建面的计划, 下半年公司拿地压力集中, 能否保持低成本扩张需楼市保持平稳态势作为背景, 值得我们进一步跟进。
- 公司开发的产品主要集中于刚需自住和少量改善型住房, 契合国家一贯倡导和本次中央经济工作会议倡导的“增加普通商品房特别是中小套型住房供应”这一思路。加上公司一贯的高周转的盈利模式, 适合当前房地产调控形势, 受政策调控影响小。公司的竞争优势和行业集中度将在持续的政策调控中彰显。公司12年业绩全部和13年约70%业绩已锁定, 预计公司12-14年EPS1.16、1.5和1.93元, 对应PE分别为8/6/5倍。RNAV9.18元。随着调控的深入公司竞争优势的彰显, 公司中长期估值仍有提升空间, 给予“推荐”评级。

风险提示: 行业发展超预期, 价量暴涨, 调控加紧, 销售大幅回落, 企业盈利难以实现的风险。

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	12723	16429	21071
净利润同比(%)	32%	32%	29%	28%
毛利率(%)	39.8%	39.0%	37.0%	37.0%
ROE(%)	18.2%	20.0%	20.5%	21.3%
每股收益(元)	0.88	1.16	1.49	1.92
P/E	9.94	7.52	5.82	4.54
P/B	1.81	1.50	1.19	0.97
EV/EBITDA	7	5	4	3

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

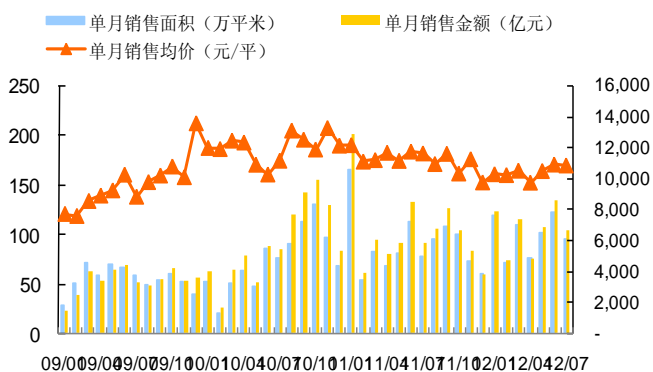


图 2: 万科月度销售均价与累计销售均价

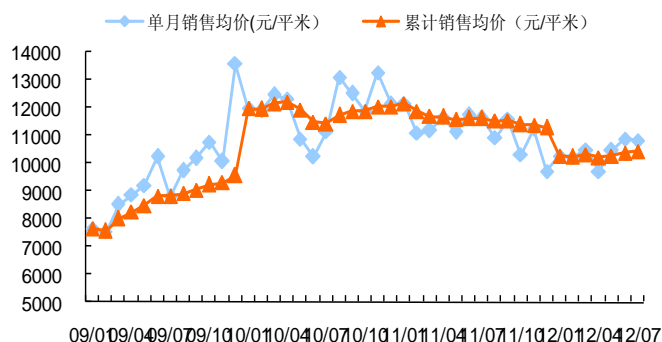


图 3: 万科各年月度销售均价

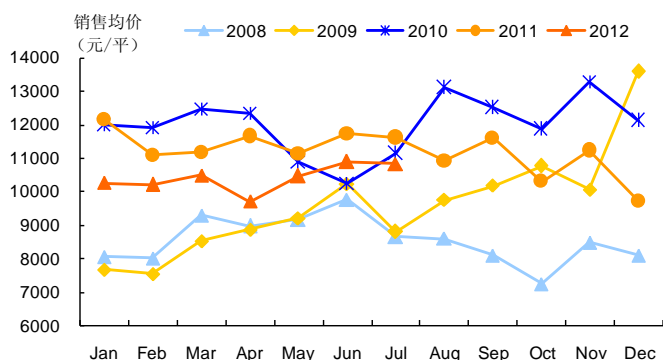


图 4: 万科各年累计销售均价

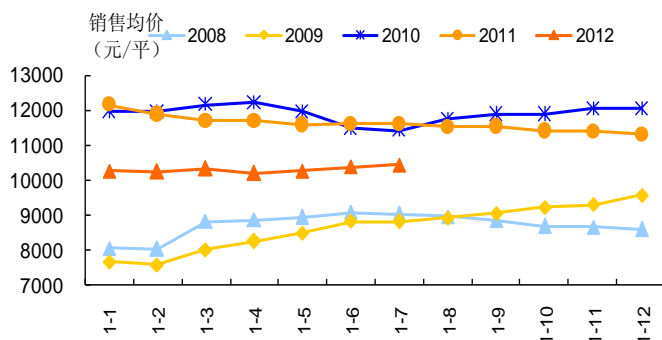


图 5: 万科各年月度销售面积

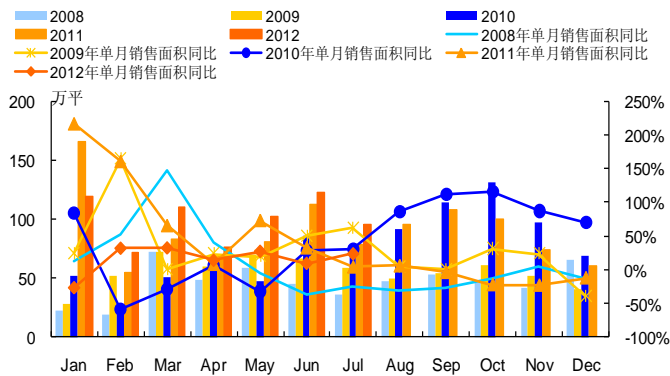


图 6: 万科各年月度销售金额

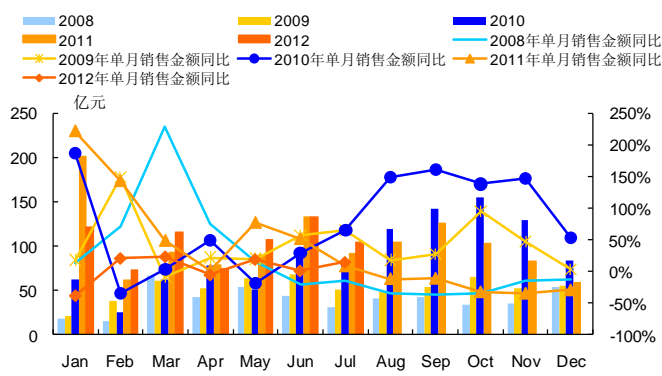


图 7: 万科各年累计销售面积

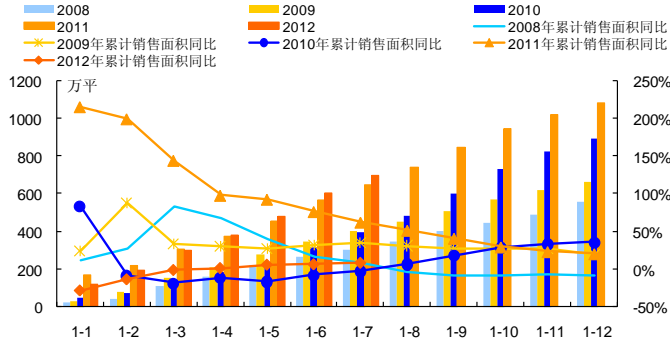
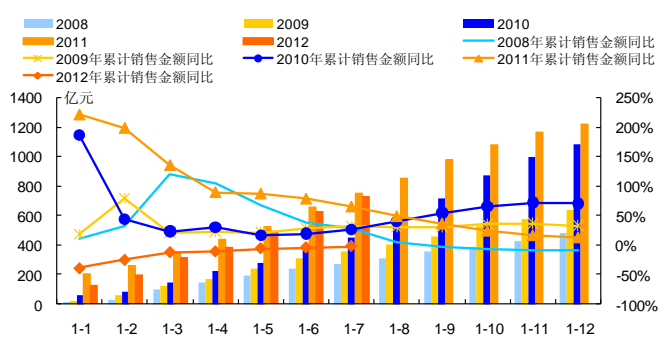


图 8: 万科累计销售金额各年同期比较



数据来源: 上市公司, 中投证券研究所

表 1: 公司 12 年 7 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	计容积率建面	权益面积	需支付交易价款	楼面地价 (元/平)
1-6 月合计			112.3	293.0	214.7	53.8	2508
1	上海虹桥商务区 11 号地块	上海 100%	11.3	17.8	17.9	20.3	11370
2	宁波鄞州区投创中心项目	宁波 55%	4.1	7.4	4.1	2.4	5913
3	南昌青山湖北大道 25 亩项目	南昌 50%	1.7	5.1	2.6	0.6	2353
4	青岛即墨东郡项目	青岛 55%	11.2	28.7	15.8	0.5	292
5	天津滨海新区散货物流项目	天津 100%	10.8	19.0	18.9	2.7	1444
6	西安枣园项目	西安 100%	6.6	24.9	25.0	3.7	1479
7 月合计			45.7	102.9	84.1	30.2	3588
1-7 月合计			158.0	395.9	298.8	84.0	2812

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
流动资产	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
非流动资产	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
资产总计	296208	411441	520418	620032
流动负债	200724	302497	391544	468036
短期借款	1724	61133	113437	145837
应付账款	29746	29746	29746	29746
其他流动负债	111102	144432	173319	207982
非流动负债	27652	27652	27652	27652
长期借款	20972	20972	20972	20972
其他非流动负债	6680	6680	6680	6680
负债合计	228376	330149	419195	495687
少数股东权益	14865	17576	21078	25568
股本	10995	10995	10995	10995
资本公积	8843	8843	8843	8843
留存收益	32583	43877	60306	78938
归属母公司股东权益	52968	63716	80145	98776
负债和股东权益	296208	411441	520418	620032

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	3389	-48570	-39366	-12679
净利润	11600	15435	19931	25562
折旧摊销	137	141	141	141
财务费用	510	766	1055	1652
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
投资活动现金流	-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
筹资活动现金流	807	57213	51248	28309
短期借款	246	59408	52304	32401
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	-2195	-1055	-4092
现金净增加额	-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
营业收入	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	766	1055	1652
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
营业利润	15763	20857	26933	34543
营业外收入	76	0	0	0
营业外支出	34	0	0	0
利润总额	15806	20857	26933	34543
所得税	4206	5423	7003	8981
净利润	11600	15435	19931	25562
少数股东损益	1975	2711	3501	4491
归属母公司净利润	9625	12723	16429	21071
EBITDA	16410	21764	28130	36336
EPS (元)	0.88	1.16	1.49	1.92

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	41.5%	30.0%	30.0%	30.0%
营业利润	32.5%	32.3%	29.1%	28.3%
归属于母公司净利润	32.2%	32.2%	29.1%	28.3%
获利能力				
毛利率	39.8%	39.0%	37.0%	37.0%
净利率	13.4%	13.6%	13.5%	13.4%
ROE	18.2%	20.0%	20.5%	21.3%
ROIC	21.9%	15.7%	14.2%	15.4%
偿债能力				
资产负债率	77.1%	80.2%	80.5%	79.9%
净负债比率				
流动比率	1.41	1.32	1.30	1.30
速动比率	0.37	0.28	0.25	0.25
营运能力				
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
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.88	1.16	1.49	1.92
每股经营现金流(最新摊薄)	0.31	-4.42	-3.58	-1.15
每股净资产(最新摊薄)	4.82	5.79	7.29	8.98
估值比率				
P/E	9.94	7.52	5.82	4.54
P/B	1.81	1.50	1.19	0.97
EV/EBITDA	7	5	4	3

相关报告

报告日期	报告标题
2012-07-05	万科A - 推盘“促”销售，业绩创新高
2012-06-05	万科A - “红五月”来临，政策受益后市稳中有进
2012-05-07	万科A - 受推盘影响销售环比下降
2012-04-24	万科A - 稳步增长，审慎扩张，继续受益刚需释放
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

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，16 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、中南建设、北京城建、首开股份、亿城股份、世茂股份、苏宁环球、中国国贸、荣盛发展、世联地产、华业地产、华发股份、滨江集团、金融街、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	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：518000	邮编：100032	邮编：200041
传真：(0755) 82026711	传真：(010) 63222939	传真：(021) 62171434