

现金充裕，发展平稳

——万科 2012 年中报点评

事件：公司发布了2012年中报。报告期内公司实现营业收入307.23亿元，同比增长53.70%；实现归属于上市公司股东的净利润37.25亿元，同比增长25.09%，基本每股收益0.34元。加权平均净资产收益率6.83%。2012年中期公司将不进行利润分配或公积金转增股本。

投资要点

- **业绩保障度高。**截至报告期末，公司合并报表范围内尚有1392万平方米已售资源未竣工结算，合同金额合计约1464亿元，较2011年末分别增长28%和20%，为未来的业绩体现奠定了良好基础。
- **毛利率下滑。**房地产业务毛利率为26.5%，较2011年同期降低5.6个百分点。随着调控的常态化以及房地产市场逐步步入平稳发展期，利润率的下滑也将是行业的必然趋势。
- **资金充裕，实力强大。**公司资产负债率为78.9%，较年初增加1.8个百分点；净负债率为22.8%，较年初的23.8%下降了1个百分点。
- **下半年推盘量大。**公司今年的新推盘大部分集中在下半年特别是第四季度，上半年的新推盘资源明显低于去年同期。
- **合理谨慎拿地。**上半年公司新增加开发项目13个，按万科权益计算的占地面积约69万平方米，对应的规划建筑面积约174万平方米，截至报告期末，公司规划中项目按万科权益计算的建筑面积合计3435万平方米，基本可满足未来两到三年的开发需求。
- **估值与预测。**公司2011年实现每股收益0.88元。公司报告期末预收帐款占上年度营业收入的比重为182.31%，业绩锁定度高。我们预测公司2012年至2013年的每股收益分别为1.11元和1.37元，8月6日收盘价为8.76元，对应公司2011-2013年的市盈率分别为9.95倍、7.89倍和6.39倍。给与“推荐”评级。
- **风险提示。**政策调控超预期的风险；销售受阻的风险

主要财务数据：

单位:百万元	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入	48881.01	50713.85	71782.75	94552.24	117547.34
增长率(%)	19.25	3.75	41.54	31.72	24.32
归属母公司股东净利润	5329.74	7283.13	9624.88	12229.37	15056.80
增长率(%)	32.15	36.65	32.15	27.06	23.12
每股收益(EPS)	0.48	0.66	0.88	1.11	1.37
销售毛利率	29.39	40.70	39.78	35.97	33.26
销售净利率	13.15	17.43	16.16	15.98	15.24
市盈率(P/E)	22.30	12.41	9.95	7.89	6.39

数据来源：爱建证券

万科 A 000002 2012-08-07

评级 推荐

基础数据

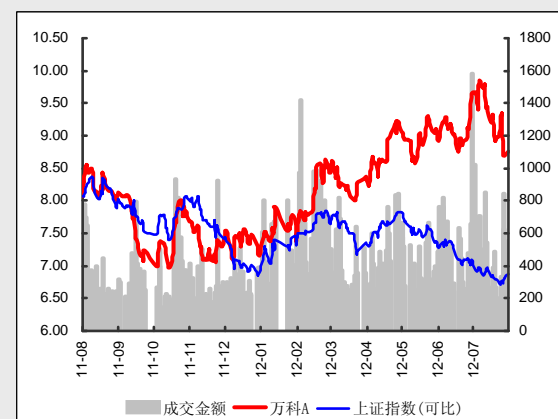
总市值(百万)	96318
总股本/流通股本(百万)	10995/9662
流通市值(百万)	84638
每股净资产	4.81
净资产收益率	19.83

交易数据

52周内股价区间	6.98/9.86
11年市盈率	9.95
市净率	1.82

数据来源：wind 资讯

一年期走势图



联系人：

行业研究员：左红英

证书编号	S0820209120023
电话	021-32229888-25505
E-mail	zuohongying@ajzq.com

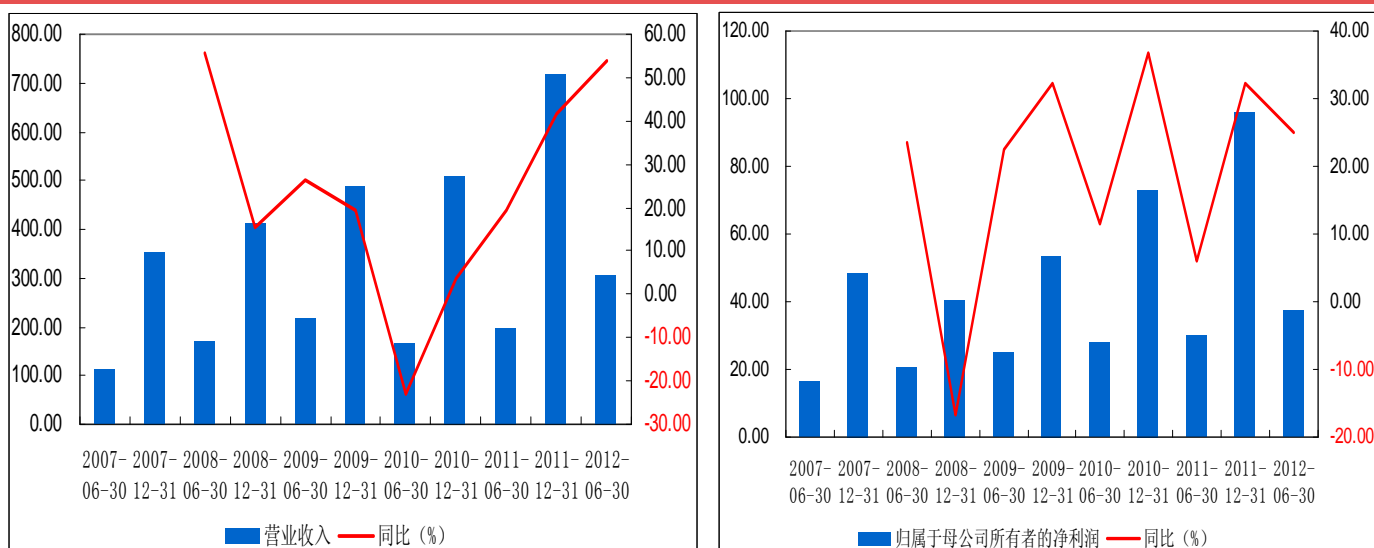
相关报告

● 业绩保障度高

1-6 月，公司实现结算面积 263.8 万平方米，同比增长 90.7%；实现结算收入 302.2 亿元，同比增长 55.4%；实现营业收入 307.2 亿元，净利润 37.3 亿元，同比分别增长 53.7%和 25.1%。报告期内，公司实现销售面积 603 万平方米，比去年同期增长 6.5%；销售金额 625 亿元，比去年同期下降 4.7%。截至报告期末，公司合并报表范围内尚有 1392 万平方米已售资源未竣工结算，合同金额合计约 1464 亿元，较 2011 年末分别增长 28%和 20%，为未来的业绩体现奠定了良好基础。由于房地产项目的竣工分布具有不均匀性，1-6 月份公司完成竣工面积 244 万平方米，仅占全年计划竣工面积 890 万平方米的 28%，预计四季度将有较多项目竣工结算。

营业收入（亿元）

净利润（亿元）



数据来源：公司公告，爱建证券研发部

● 毛利率下滑

上半年公司房地产业务的结算均价为 11456 元/平方米，较 2011 年同期下降 17.4%；房地产业务毛利率为 26.5%，较 2011 年同期降低 5.6 个百分点。结算净利率 14.2%，较 2011 年同期下降 2.2 个百分点。虽然结算均价和利润率同比下降，但公司资产回报率有所上升。上半年公司全面摊薄的净资产收益率为 6.76%，比去年同期的 6.44%提高 0.32 个百分点。随着调控的常态化以及房地产市场逐步步入平稳发展期，利润率的下滑也将是行业的必然趋势。

利润率变动

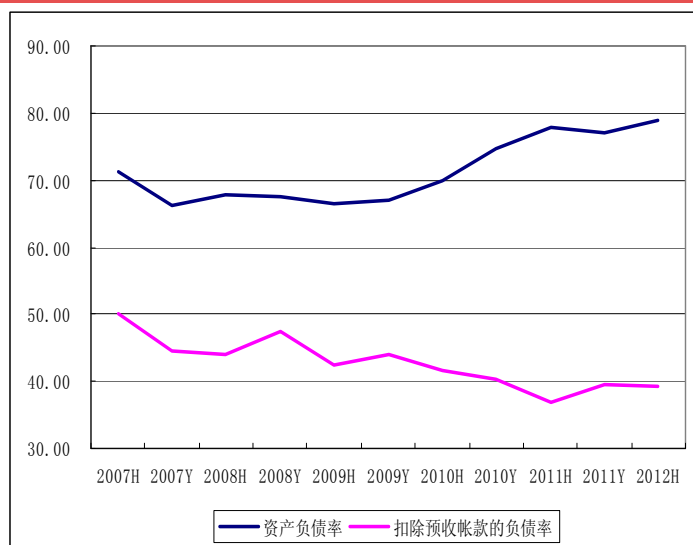
行业	营业收入		营业成本		营业利润率	
	金额	增减	金额	增减	数值	增减
1. 主营业务	3,056,878.01	55.32%	1,923,093.40	76.10%	26.32%	减少 5.49 个百分点
其中：房地产	3,021,792.88	55.42%	1,893,299.42	76.80%	26.51%	减少 5.62 个百分点
物业管理	35,085.13	47.34%	29,793.98	40.85%	9.45%	增加 3.60 个百分点
2. 其他业务	15,421.11	-49.89%	4,351.12	-39.94%	66.73%	减少 2.29 个百分点
合计	3,072,299.12	53.70%	1,927,444.52	75.34%	26.52%	减少 5.86 个百分点

数据来源：公司公告，爱建证券研发部

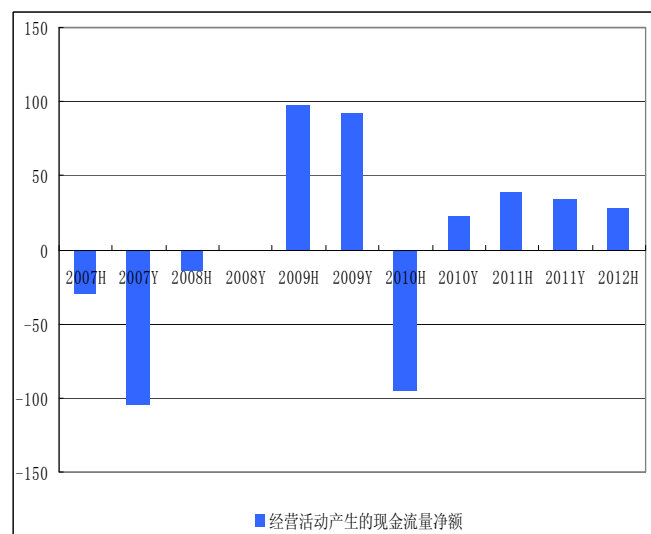
● 资金充裕，实力强大

公司资产负债率为 78.9%，较年初增加 1.8 个百分点；净负债率为 22.8%，较年初的 23.8% 下降了 1 个百分点。截至报告期末，公司持有现金 470.1 亿元，远高于短期借款和一年内到期长期借款的总和 203.1 亿元，资金实力较年初进一步增强。经营活动产生的现金流量净额为 28.19 亿元，较上年同期减少了 10.07 亿元；投资活动产生的现金流量净额为 -8.64 亿元，较上年同期增加了 22.44 亿元；筹资活动产生的现金流量净额 101.7 亿元，较上年同期增加了 59.28 亿元。整体来看，公司财务稳健，短期资金较为充裕，筹资能力较强。

负债率 (%)

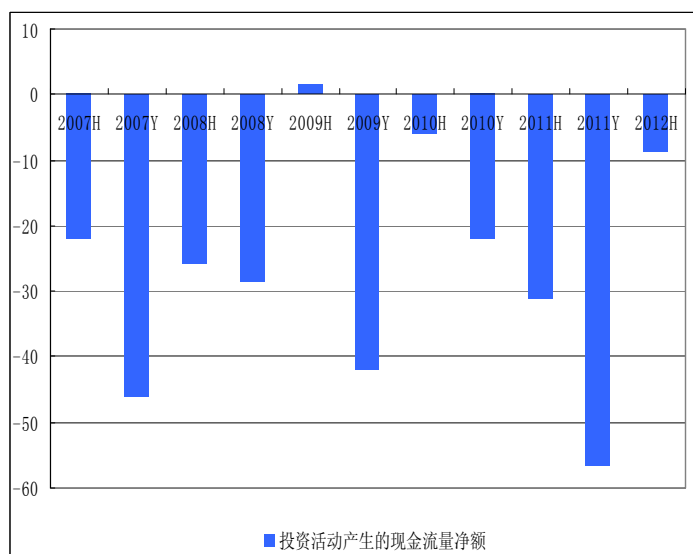


经营活动产生的现金流量净额 (亿元)

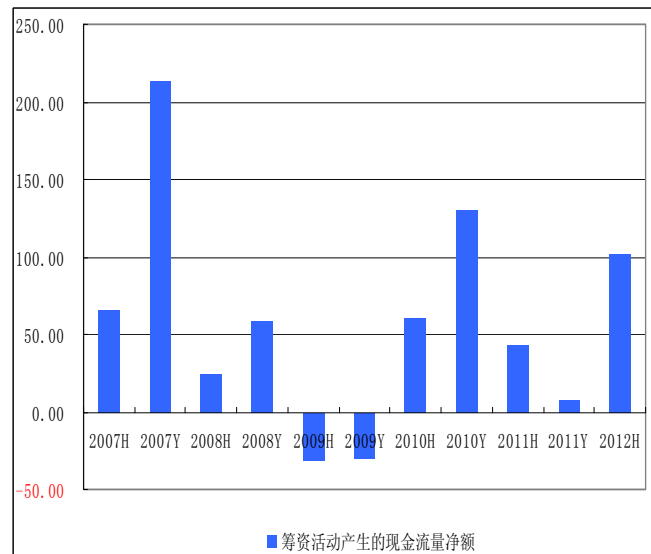


数据来源：公司公告，爱建证券研发部

投资活动产生的现金流量净额

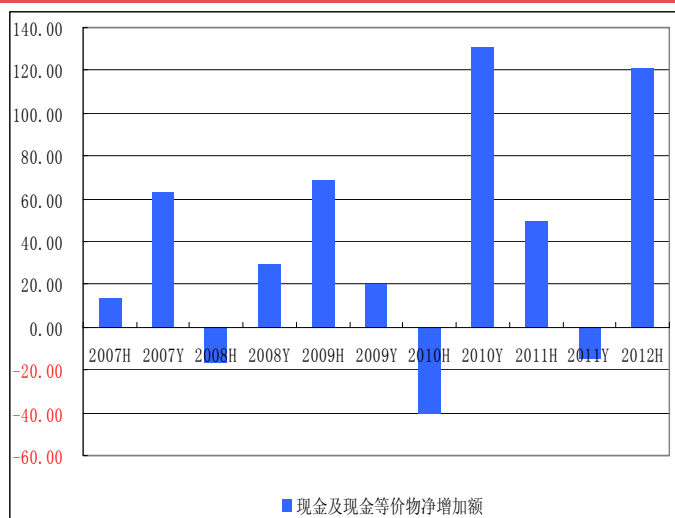


筹资活动产生的现金流量净额

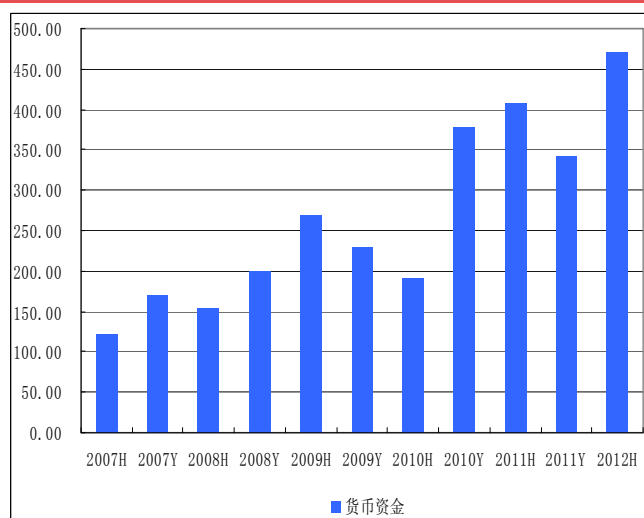


数据来源：公司公告，爱建证券研发部

现金及现金等价物净增加 (亿元)



货币资金 (亿元)



数据来源: 公司公告, 爱建证券研发部

● 下半年推盘量大

报告期内, 公司坚持主流市场定位, 积极促进销售。公司今年的新推盘大部分集中在下半年特别是第四季度, 上半年的新推盘资源明显低于去年同期。但通过合理的销售策略, 公司仍然实现了销售面积的增长, 销售金额也高于同期的推盘金额。1-6 月, 公司累计实现销售面积 602.5 万平方米, 同比增长 6.5%; 销售金额 625.4 亿元, 同比下降 4.7%。如果市场环境不发生大的不利变化, 随着 9 月份之后更多新盘的入市, 预计公司下半年销售将超过上半年, 全年销售将超过 2011 年。公司继续坚持以中小户型普通商品房为主的产品结构, 上半年所销售的住宅中, 144 平方米以下户型占比达到 89%。

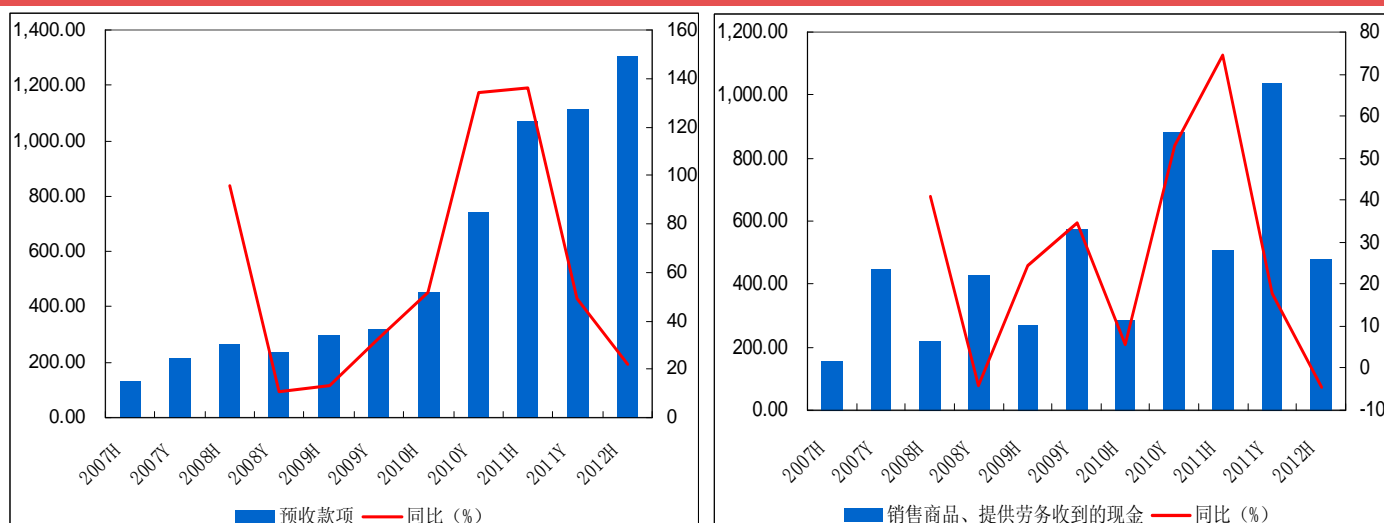
报告期内房地产业务的主营业务收入、利润等按地区分布如下:

	结算面积 (平方米)	比例	主营业务收入 (万元)	比例	净利润 (万元)	比例
广深区域	714,339.00	27.09%	858,890.47	28.43%	165,868.23	38.73%
上海区域	599,105.00	22.71%	820,791.27	27.16%	74,519.34	17.40%
北京区域	585,796.00	22.21%	715,087.26	23.66%	108,525.04	25.34%
成都区域	738,367.00	27.99%	627,023.88	20.75%	79,349.07	18.53%
合计	2,637,607.00	100.00%	3,021,792.88	100.00%	428,261.68	100.00%

数据来源: 公司公告, 爱建证券研发部

预收帐款

销售商品、提供劳务收到的现金



数据来源：公司公告，爱建证券研发部

●合理谨慎拿地

报告期内，尽管土地市场成交下滑，但地价调整幅度相对有限，公司继续坚持严格的投资标准。上半年公司新增加开发项目 13 个，按万科权益计算的占地面积约 69 万平方米，对应的规划建筑面积约 174 万平方米，平均楼面地价约 2230 元/平方米。此外，公司还参与 1 个城市更新改造类项目，根据当前规划条件，其中由万科负责开发的部分，用地面积约 13 万平方米，计容积率建筑面积约 39 万平方米，预计平均楼面综合改造成本和地价约 3800 元/平方米。截至报告期末，公司规划中项目按万科权益计算的建筑面积合计 3435 万平方米，基本可满足未来两到三年的开发需求。考虑到下半年土地供应增加可能会带来更多的机会，公司将立足现有城市，以自住需求为基础，密切关注可能出现的市场机遇。但在具体项目的决策上，公司仍然会重点关注土地价格相对于周边房价的合理性以及项目的风险可控性，不会把项目的盈利前景建立在过于乐观的预期上。

报告期内公司新增项目情况 (单位：平方米)

城市	项目名称	位置	权益比例	占地面积	当前规划建筑面积	万科权益建筑面积	项目进度
清远	北部万科城二期	清城区	100%	37,048	74,096	74,096	前期
广州	天河软件园项目	天河区	100%	27,654	82,962	82,962	前期
长沙	洋湖垸项目	岳麓区	100%	100,350	298,331	298,331	前期
南京	南京南站项目	雨花区	100%	76,424	182,400	182,400	前期
合肥	紫云路项目	滨湖区	55%	165,584	462,648	254,456	前期
唐山	红郡南	路南区	100%	47,007	48,101	48,101	前期
廊坊	香河蒋辛屯镇西项目	香河县	50%	130,045	221,077	110,538	前期
唐山	金域蓝湾	路北区	40%	26,329	65,341	26,136	前期
沈阳	朗润园	铁西区	100%	19,321	48,302	48,302	前期
青岛	万科广场	四方区	100%	38,775	124,080	124,080	前期
烟台	润园	福山区	70%	65,733	151,008	105,706	前期
南充	金润华府	高坪区	60%	182,012	518,004	310,803	前期
贵阳	锦程	云岩区	51%	42,311	148,089	75,525	前期
合计				958,592	2,424,438	1,741,436	—

数据来源：公司公告，爱建证券研发部

请务必阅读正文之后的重要声明

公司研究

报告期内公司参与城市改造项目情况 (单位: 平方米)

城市	项目名称	位置	权益比例	占地面积	当前规划 建筑面积	万科权益建筑 面积	项目进度
广州	文冲项目	黄浦区	100%	129,417	394,432	394,432	前期
合计				129,417	394,432	394,432	—

数据来源: 公司公告, 爱建证券研发部

报告期末至报告披露日公司新增加项目情况 (单位: 平方米)

城市	项目名称	位置	权益比例	占地面积	当前规划 建筑面积	万科权益建筑 面积	项目进度
上海	虹桥商务区 11 号地块项目	闵行区	100%	112,850	177,870	177,870	前期
宁波	鄞州投创中心项目	鄞州区	55%	41,080	73,944	40,669	前期
南昌	湖北大道 25 亩项目	青山湖区	50%	16,888	50,664	25,332	前期
天津	散货物流项目	滨海新区	100%	108,400	190,000	190,000	前期
青岛	即墨东郡项目	即墨市	55%	112,400	287,200	157,960	前期
西安	枣园项目	莲湖区	100%	65,706	249,186	249,186	前期
合计				457,324	1,028,864	841,017	—

数据来源: 公司公告, 爱建证券研发部

注: 以上项目中, 未来可能有部分项目引进合作方共同开发, 因此万科在项目中所占的权益比例可能发生变化。目前的权益比例, 仅供投资者阶段性参考。

● 估值与预测

公司 2011 年实现每股收益 0.88 元。公司报告期末预收帐款占上年度营业收入的比重为 182.31%, 业绩锁定度高。我们预测公司 2012 年至 2013 年的每股收益分别为 1.11 元和 1.37 元, 8 月 6 日收盘价为 8.76 元, 对应公司 2011-2013 年的市盈率分别为 9.95 倍、7.89 倍和 6.39 倍。给与“推荐”评级。

● 风险提示

政策调控超预期的风险; 销售受阻的风险。

分析师简介:

左红英: 上海交通大学管理学博士, 2007年加入爱建证券有限责任公司, 现从事房地产行业研究。

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

● 行业评级

强于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

同步大市 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格, 本报告的产生基于爱建证券有限责任公司(以下简称“爱建证券”)及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任, 爱建证券不作任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考, 并不构成所述证券的买卖出价或征价, 爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下, 我公司及其所属关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有, 未经书面许可, 本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“爱建证券有限责任公司”, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。