

吴剑雄

执业证书编号: S0730511010007

021-50588666-8033

wujx@ccnew.com

在调控中稳健增长

——万科 A (000002) 2012 年中报点评报告

证券研究报告-点评报告

买入 (维持)

发布日期: 2012 年 8 月 7 日

报告关键要素:

万科未来两年业绩保障程度较高,上半年结算进度和业绩基本符合预期。公司上半年销售受制于可售资源及市场等因素不尽理想,新开工面积及竣工面积执行落后于计划,但下半年这些不利因素将会改观。维持公司“买入”投资评级。

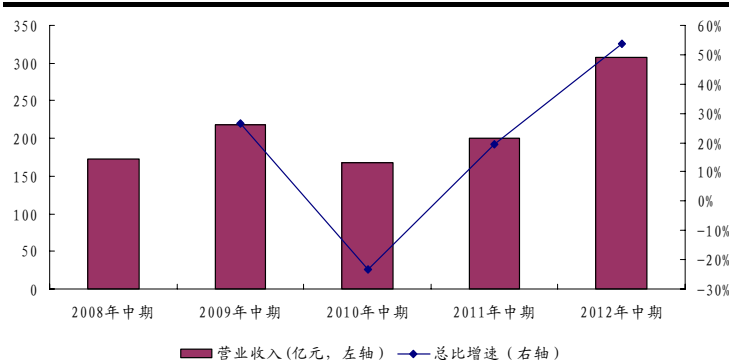
事件:

万科公布了2012年中报。报告期内,公司实现营业收入307.23亿,同比增长53.7%;利润总额60.49亿,同比增长35.87%;归属于母公司所有者的净利润37.25亿,同比增长25.09%;基本每股收益0.34元。

点评:

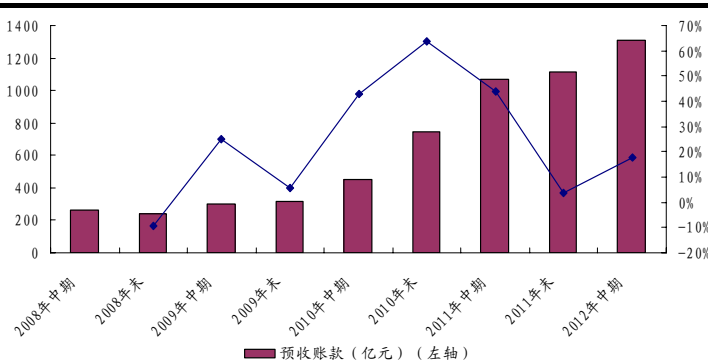
● **中期业绩在预期之内,全年业绩有保障。**上半年,公司实现结算面积263.8万平方米,同比增长90.7%;实现结算收入302.2亿元,同比增长55.4%;实现营业收入307.2亿元,净利润37.3亿元,同比分别增长53.7%和25.1%。公司1季度末的预售账款已经覆盖了2012年的业绩,由于结算的规律,公司的中期业绩基本在预期之内。截至报告期末,公司尚有1392万平方米已售资源未竣工结算,合同金额合计约1464亿元,未来两年业绩有较大保障。

图 1: 万科近 5 年中期营业收入及增速



资料来源: 中原证券研究所, 公司公告

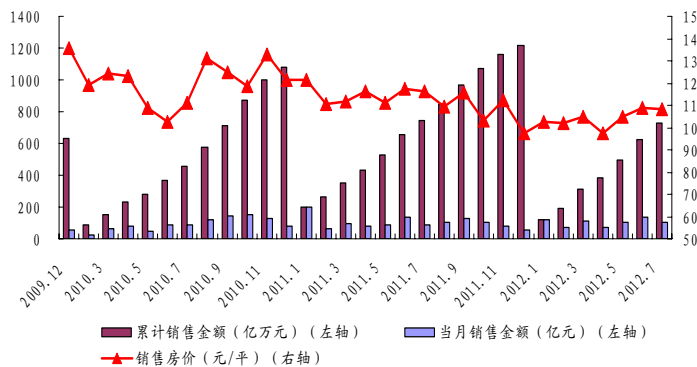
图 2: 万科近 9 个季度预售账款及增长率



资料来源: 中原证券研究所, 公司公告

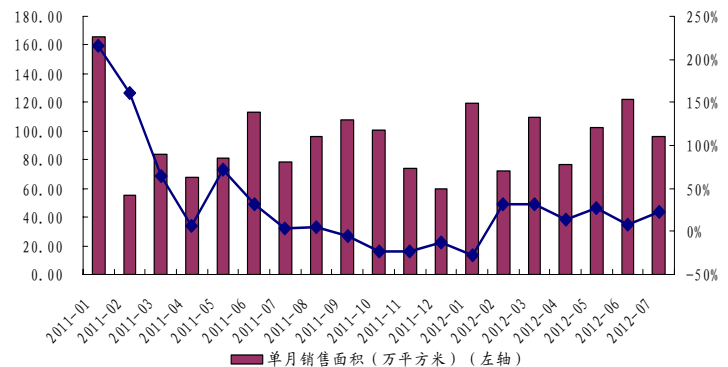
● **上半年销售增速放缓,下半年有望提速。**1-7月,公司累计销售面积为698.5万平方米,同比增长6.54%,销售金额729.3亿元,同比减少1.57%。销售放缓一方面由于上半年公司推盘量较少,另一方面因为整个行业销售低迷。如果市场环境不发生大的不利变化,随着9月份之后更多新盘的入市,预计公司下半年销售将超过上半年,全年销售将超过2011年。

图 3: 万科近 3 年销售金额及房价



资料来源：中原证券研究所，公司公告

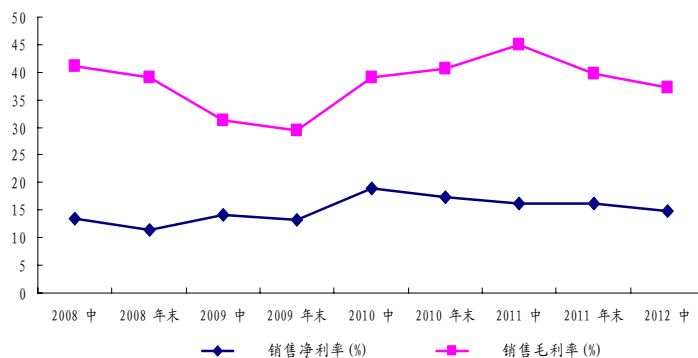
图 4: 万科近 2 年月度销售面积及增速



资料来源：中原证券研究所，公司公告

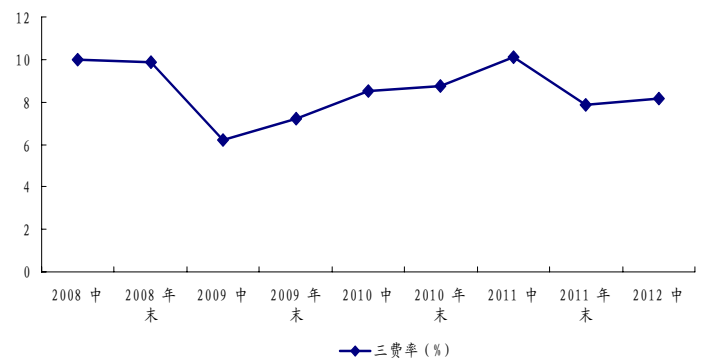
- **毛利率同比下降 5.6 个百分点。**上半年，公司的房地产业务毛利率为 26.5%，较 2011 年同期降低 5.6 个百分点；结算净利率 14.2%，较 2011 年同期下降 2.2 个百分点。同时，公司的三费率水平较低，较去年同期降低 1.9 个百分点。公司毛利率下降主要因为结算资源房价的下跌，公司毛利率今年将难以上升。

图 5: 万科近 5 年销售毛利率及净利率



资料来源：中原证券研究所，公司公告

图 6: 万科近 5 年三费率



资料来源：中原证券研究所，公司公告

- **公司继续保持安全稳健的财务结构和相对充裕的资金状况。**公司中期的净负债率仅 22.8%，较年初的 23.8% 进一步降低。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。在行业投资能力普遍减弱的背景下，良好的资金状况使公司有机会以相对有利的条件获取项目资源。
- **公司新开工和竣工面积落后于计划。**年初公司计划实现新开工面积 1328 万平方米，竣工面积 890 万平方米。截至 6 月底，公司实现开工面积 468 万平方米，竣工面积 244 万平方米，分别完成年初计划的 35% 和 28%。预计全年实际开竣工面积基本符合年初计划。
- **土地储备丰富。**截止中期，公司拥有权益建筑面积合计 3435 万平方米，基本可满足未来两到三年的开发需求。其中，上半年公司新增加开发项目 13 个，按益计算的占地面积约 69 万平方米，对应的规划建设面积约 174 万平方米，平均楼面地价约 2230 元/平方米。
- **盈利预测与投资评级。**公司未来 2 年业绩有较高的保障，我们小幅调低公司盈利预测，预计公司 2012-2013 年每股收益分别为 1.13 元和 1.34 元。8 月 6 日股价对应的市盈率分别为 7.77 倍和 6.51 倍，公司估

值偏低，维持公司“买入”投资评级。

- **风险提示。**6月份来，全国房价开始反弹，由此导致调控政策有可能进一步收紧；下半年因为政策收紧出现大的萎缩，导致公司下半年推盘资源销售不畅。

附表：万科预测三表

资产负债表					利润表				
(百万)					(百万)				
	2010A	2011A	2012E	2013E		2010A	2011A	2012E	2013E
流动资产	205520.73	282646.65	342446.99	535076.47	营业收入	50713.85	71782.75	95112.14	126927.16
现金	37816.93	34239.51	42800.46	57117.22	营业成本	30073.50	43228.16	57209.95	78187.13
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税费	5624.11	7778.79	9288.19	13408.57
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用	2079.09	2556.78	3410.79	4758.73
应收款项	16532.34	19955.43	24642.40	36512.50	管理费用	1846.37	2578.21	3228.25	4496.01
存货	133333.46	208335.49	226054.87	344110.15	财务费用	504.23	509.81	2425.36	2576.62
其他	17838.00	20116.22	48949.25	97336.60	资产减值损失	-545.45	64.63	0.00	0.00
非流动资产	10116.82	13561.79	17261.07	26105.31	公允价值变动收益	-2.87	-5.16	-7.70	-5.24
长期股权投资	4493.75	6426.49	4828.54	5249.60	投资收益	777.93	699.72	700.00	700.00
固定资产	1219.58	1595.86	1519.66	1442.56	营业利润	11894.89	15763.22	20244.44	24192.39
无形资产	373.95	435.47	413.70	393.02	营业外收入	71.73	76.19	72.86	73.59
其他	4029.53	5103.95	10499.17	19020.14	营业外支出	25.86	33.52	65.90	41.76
资产总计	215637.55	296208.44	359708.06	561181.78	利润总额	11940.75	15805.88	20251.40	24224.22
流动负债	129650.79	200724.16	307511.42	388436.58	所得税	3101.14	4206.28	5263.12	6344.50
短期借款	1478.00	1724.45	88670.60	110270.73	净利润	8839.61	11599.61	14988.27	17879.73
应付帐款	16923.78	29745.81	32859.93	47569.92	少数股东权益	1556.48	1974.73	2585.16	3092.00
预收帐款	74405.20	111101.72	115121.36	120717.09	归属母公司净利润	7283.13	9624.88	12403.11	14787.72
其他	36843.82	58152.18	70859.53	109878.84	EPS (元)	0.66	0.88	1.13	1.34
长期负债	31400.56	27651.74	24275.63	21429.66					
长期借款	24790.50	20971.96	17653.42	14834.89	主要财务比率				
其他	6610.06	6679.78	6622.20	6594.77		2010A	2011A	2012E	2013E
负债合计	161051.35	228375.90	331787.05	409866.24	每股指标				
股本	10995.21	10995.21	10995.21	10995.21	每股收益	0.66	0.88	1.13	1.34
资本公积金	8789.34	8843.46	8843.46	8843.46	每股经营现金	1.19	-0.13	5.82	-8.36
未分配利润	13470.28	18934.62	31337.73	46125.45	每股净资产	3.99	4.77	5.90	7.24
少数股东权益	10353.52	14864.74	17449.90	20541.91	增长率				
母公司所有者权益	43842.54	52422.02	64825.13	79612.85	营业收入增长率	3.75%	41.54%	32.50%	33.45%
负债及权益合计	215637.55	296208.44	414062.08	510021.00	营业利润增长率	36.96%	32.52%	28.43%	19.50%
					净利润增长率	36.65%	32.15%	28.87%	19.23%
					获利能力				
现金流量表					毛利率	40.70%	39.78%	39.85%	38.40%
					净利率	14.36%	13.41%	13.04%	11.65%
					ROE	16.61%	18.36%	19.13%	18.57%
					ROIC	9.47%	10.83%	7.97%	8.01%
					偿债能力				
经营活动现金流	2237.26	3389.42	-20075.05	-108320.39	资产负债率	54.37%	55.15%	65.05%	66.91%
净利润	8839.61	11599.61	14988.27	17879.73	流动比率	1.59	1.41	1.11	1.38
资产减值准备	-545.45	64.63	0.00	0.00	速动比率	0.56	0.37	0.38	0.49
折旧摊销	116.81	137.33	190.45	186.64	营运能力				
财务费用	504.23	509.81	2425.36	2576.62	资产周转率	0.29	0.28	0.27	0.27
投资收益	777.93	699.72	700.00	700.00	存货周转率	0.27	0.25	0.26	0.27
营运资金变动	0.00	0.00	-36984.29	-128271.07	应收帐款周转率	43.96	46.18	48.16	42.14
投资活动现金流	-2191.66	-5652.57	2828.28	58.95	估值比率				
资本支出	0.00	0.00	-20.00	-20.00	PE	13.27	9.95	7.77	6.51
其他投资	-2191.66	-5652.57	2848.28	78.95	PB	2.20	1.84	1.49	1.21
筹资活动现金流	13024.53	806.86	81273.62	16314.31					
借款变动	0.00	0.00	-3247.18	-2709.20					
其他	13024.53	806.86	84520.79	19023.51					
现金净增加额	13070.13	-1456.28	64026.85	-91947.13					

资料来源：公司报表、中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得转载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。