

评级：强烈推荐（维持）
房地产
公司季报点评
证券研究报告

分析师 王皓宇 S1080510120005
 研究助理 胡华如 S1080112060029
 电话：0755-82480722
 邮件：huhuaru@fcsc.cn

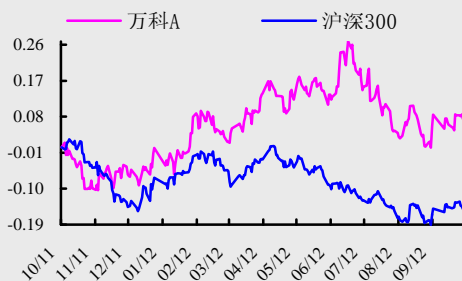
万科 A(000002)
——三季度利润大增、调控中持续受益
预测价格区间(元) 9.6 ~ 10.8

交易数据

上一日交易日股价(元) 8.35
 总市值(百万元) 91,810
 流通股本(百万股) 10,977
 流通股比率(%) 99.83

资产负债表摘要(09/12)

股东权益(百万元) 56,322
 每股净资产(元) 5.12
 市净率(倍) 1.63
 资产负债率(%) 79.40

公司与沪深300指数比较

相关报告
事件：

10月24日，公司发布2012年三季报，Q3实现营业收入154.05亿元，同比增长65.30%，净利润13.54亿元，同比增长123.54%；前三季度实现营业收入461.28亿元，同比增长57.39%，净利润50.80亿元，同比增长41.74%，对应EPS为0.462元。

要点：

- ◆ **前三季度净利润增速创近五年新高：**由于去年基数较低，公司今年前三季度的净利润同比增长41.74%，达到08年以来的最高增速。公司第三季度实现结算面积129.6万平方米，同比增长31.4%，结算收入150.1亿元，同比增长68.1%。前三季度累计实现结算面积393.4万平方米，同比增长66.1%，实现结算收入452.3亿元，同比增长60.9%，复合我们的预期。
- ◆ **受调控环境影响净利率有所下滑：**公司第三季度的净利率为10.46%，环比二季度下降了4.29个百分点，主要原因在于去年同期销售受到调控的影响，降价项目和合作项目占比较多所致。去年下半年销售均价为10963元每平方米，较去年上半年下降9.4%，幅度非常明显。
- ◆ **销售表现稳健，四季度推盘放量：**公司第三季度实现销售面积305.4万平方米，销售金额337.8亿元，同比分别增长8.2%和5.3%。前三季度累计实现销售面积907.9万平方米，实现销售金额963.2亿元。由于公司今年的推盘量主要集中在下半年特别是第四季度，前三季度的推盘总量低于去年同期。尽管如此，1-9月公司的销售面积同比仍然增长7.9%。随着第四季度的推盘量放大，全年实现销售增长是大概率事件。
- ◆ **已售未结资源继续攀升，业绩锁定性依旧看好：**由于公司销售增速大于结算增速，公司的已售未结资源继续攀升，截至第三季度末公司有1540万方的已售未结算的项目，合同金额约1631亿元，较年初分别增长41.9%和33.5%，基本锁定了未来两年的业绩。
- ◆ **维持强烈推荐评级：**第四季度是公司的结算高峰期，全年业绩高增长已无悬念。前三季度公司累计新增项目权益建面587万方，截至9月底公司拥有权益建面3507万方，足以



维持未来三年开发的需要。公司作为中国房地产行业领跑者，在资源拓展、项目布局、开发效率、公司品牌、融资渠道等方面具备显著优势，在行业持续调控和博弈不断加深的大背景下，行业集中度的提升会令公司明显受益。我们预计公司2012-2014年的净利润分别为131.98亿元、170.97亿元、200.91亿元，对应的EPS分别为1.20元、1.55元和1.83元，按照8-9倍PE估值，公司股价的目标区间为9.6-10.8元，维持强烈推荐评级。

◆ **风险提示：**销售表现低于预期、行业调控骤然升级。

表1 万科A财务指标（百万元）

主要财务指标	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	71783	96907	128778	154534
收入同比(%)	42%	35%	33%	20%
归属母公司净利润	9625	13198	17097	20091
净利润同比(%)	32%	37%	30%	18%
毛利率(%)	39.8%	40.7%	40.0%	40.0%
ROE(%)	18.2%	20.4%	20.9%	19.7%
每股收益(元)	0.88	1.20	1.55	1.83
P/E	10.20	7.44	5.74	4.89
P/B	1.85	1.52	1.20	0.96
EV/EBITDA	7	5	4	4

数据来源：公司公告、第一创业研究所



盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	282647	324472	412846	494558	营业收入	71783	96907	128778	154534
现金	34240	55695	51584	60971	营业成本	43228	57455	77267	92720
应收账款	1515	1112	1485	1787	营业税金及附加	7779	10583	14028	16848
其他应收款	18441	18679	24933	29986	营业费用	2557	3614	4801	5722
预付账款	20116	22626	30428	36513	管理费用	2578	3476	4538	5458
存货	208335	226359	304417	365301	财务费用	510	734	724	1449
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	65	131	131	131
非流动资产	13562	15636	15770	15898	公允价值变动收益	-3	0	0	0
长期投资	6426	6884	6884	6884	投资净收益	700	672	672	672
固定资产	1596	1536	1478	1420	营业利润	15763	21586	27961	32878
无形资产	435	435	435	435	营业外收入	76	76	76	76
其他非流动资产	5104	6780	6972	7158	营业外支出	34	63	63	63
资产总计	296208	340108	428616	510456	利润总额	15806	21599	27974	32891
流动负债	200724	214366	266457	308271	所得税	4206	5653	7325	8633
短期借款	1724	4800	4800	4800	净利润	11600	15946	20649	24259
应付账款	29746	28687	38579	46295	少数股东损益	1975	2747	3552	4168
其他流动负债	169254	180879	223077	257176	归属母公司净利润	9625	13198	17097	20091
非流动负债	27652	43466	59234	75002	EBITDA	16410	22439	28809	34456
长期借款	20972	36740	52508	68275	EPS (元)	0.88	1.20	1.55	1.83
其他非流动负债	6680	6726	6726	6726					
负债合计	228376	257832	325691	383273	主要财务比率				
少数股东权益	14865	17612	21164	25332	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
股本	10995	10995	10995	10995	成长能力				
资本公积	8843	8843	8843	8843	营业收入	41.5%	35.0%	32.9%	20.0%
留存收益	32583	44352	61450	81541	营业利润	32.5%	36.9%	29.5%	17.6%
归属母公司股东权益	52968	64664	81761	101852	归属于母公司净利润	32.2%	37.1%	29.5%	17.5%
负债和股东权益	296208	340108	428616	510456	获利能力				
					毛利率(%)	39.8%	40.7%	40.0%	40.0%
					净利率(%)	13.4%	13.6%	13.3%	13.0%
					ROE(%)	18.2%	20.4%	20.9%	19.7%
					ROIC(%)	16.1%	21.2%	17.9%	17.0%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	77.1%	75.8%	76.0%	75.1%
					净负债比率(%)	19.50%	22.13%	22.36%	23.11%
					流动比率	1.41	1.51	1.55	1.60
					速动比率	0.37	0.46	0.41	0.42
					营运能力				
					总资产周转率	0.28	0.30	0.34	0.33
					应收账款周转率	45	72	98	93
					应付账款周转率	1.85	1.97	2.30	2.18
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.88	1.20	1.55	1.83
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.31	1.08	-1.78	-0.49
					每股净资产(最新摊薄)	4.82	5.88	7.44	9.26
					估值比率				
					P/E	10.20	7.44	5.74	4.89
					P/B	1.85	1.52	1.20	0.96
					EV/EBITDA	7	5	4	4

数据来源: 公司公告、第一创业研究所

免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135