

房地产开发

署名人: 李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@china-invs.cn

参与人: 陈舒静

S0960111080513

010-63222915

chenshujing@china-invs.cn

万科A

000002

推荐

“高周转”带动“高增长”

公司2月28日公布了2012年年报。

投资要点:

- 12年公司实现结算面积899.3万平米(+60.0%)、结算收入1015.8亿元(+43.8%)。营业收入、归属上市公司股东净利润1031.2亿元(+43.7%)和125.5亿元(+30.4%)。ROE19.7%，EPS1.14元高于我们1.06元的预期。11年打折促销较多，结算滞后致结算均价同比降10%，综合毛利率36.6%(-3.2%)，净利率12.2%(-1.2%)。公司不断提升经营管理效率，三项费用率6.4%，同比降1.5个百分点。
- 销售稳步增长，市占率逐步提升。12年实现销售面积1296万平米(+20.5%)、销售金额1412亿元(+16.2%)。全国市场占有率2.19%，较11年提升0.13个百分点。预计13年可售量2300-2400亿元，若去化7成以上，预计13年销售额1650-1700亿元左右，增长17%-20%左右。
- 快速周转，积极扩张。12年实现开工面积1433万平米，竣工979万平，均超出年初计划；预计13年新开工1653万平，竣工1290万平。12年新进入南充、平度、徐州、营口、济南等城市，共新增项目79个/权益建面1622万平米，平均楼面地价2810元/平米。目前，公司拥有权益计算的建筑面积合计3947万平方米(+20%)，可满足未来2-3年的开发需求。
- 资金状况良好，经营安全稳定性高。货币资金522.9亿元(+52.7%)，较短期借款及一年内到期非流动负债多167亿元；资产负债率78%、扣除预收账款后的负债率44%、净负债率23%，远低于行业水平，偿债压力小。
- 公司定位真实自住需求，坚持高周转，保障规模及盈利持续稳定增长。在持续调控背景下，公司的刚需定位、龙头品牌及专业优势凸显，市场份额不断提高。12年末预收款1310亿元(+17.9%)，共有1355万平米合计约1437亿元已售尚未结算的资源，锁定13年业绩有余。预计公司13-15年EPS1.48、1.86和2.33元，对应PE分别为8/6/5倍，若B转H股顺利实施，乐观预计13年PE向10倍靠拢，股价仍有上升空间，提升未来12个月内合理股价至14.8元，继续推荐。

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	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	103116	134051	167564	204428
收入同比(%)	44%	30%	25%	22%
归属母公司净利润	12551	16322	20464	25670
净利润同比(%)	30%	30%	25%	25%
毛利率(%)	36.6%	37.0%	37.0%	36.0%
ROE(%)	19.7%	20.5%	20.4%	20.4%
每股收益(元)	1.14	1.48	1.86	2.33
P/E	9.92	7.63	6.08	4.85
P/B	1.95	1.56	1.24	0.99
EV/EBITDA	7	5	4	3

资料来源: 中投证券研究所

12个月目标价: 14.8元

当前股价: 11.32元

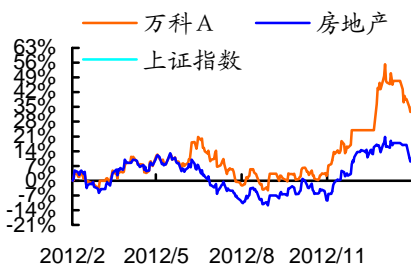
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2293.34
总股本(百万)	10995
流通股本(百万)	9662
流通市值(亿)	1045
EPS	0.46
每股净资产(元)	5.12
资产负债率	79.4%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
万科A	-7.52%	28.50%	33.25%
房地产	-3.89%	14.65%	18.54%
上证指数	0.09%	13.67%	9.62%



相关报告

《20130205 公司研究-万科 000002-签约滞后成交大幅增加-推荐》2013-2-5

《万科-B转H有利降低融资成本,提升估值》2013-1-20

《积极扩张,奠定未来增长》2013-1-7

附：公司12年年报财务与经营等指标

图 1：经营情况

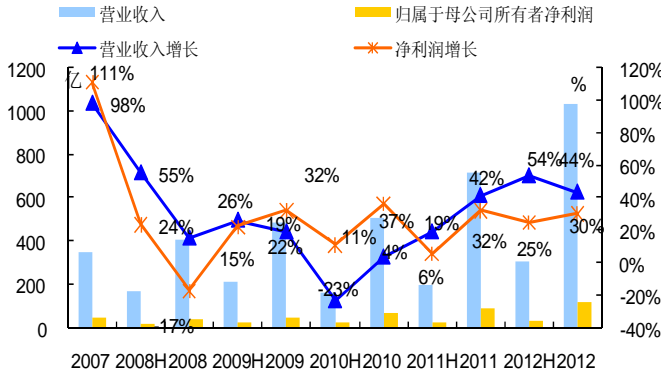


图 2：EPS 和 ROE

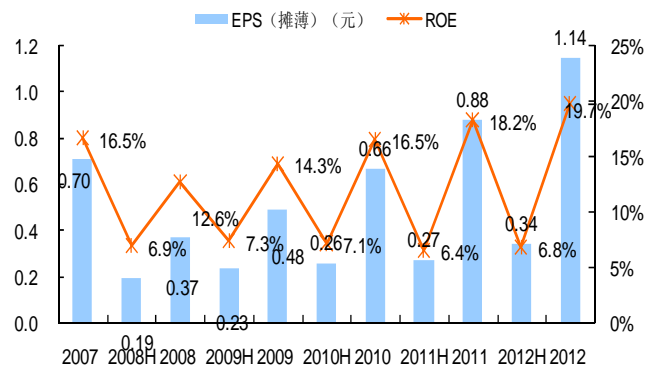


图 3：综合毛利率和净利率

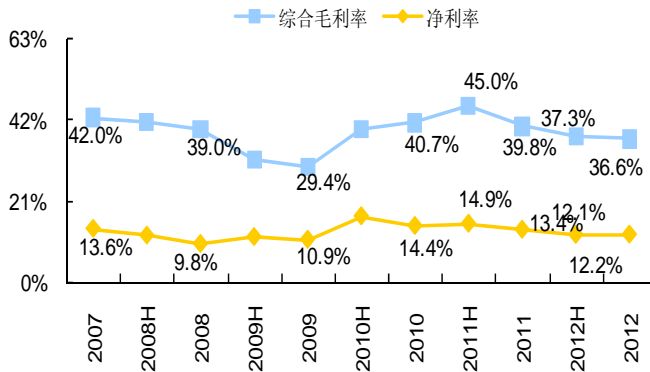


图 4：三费水平

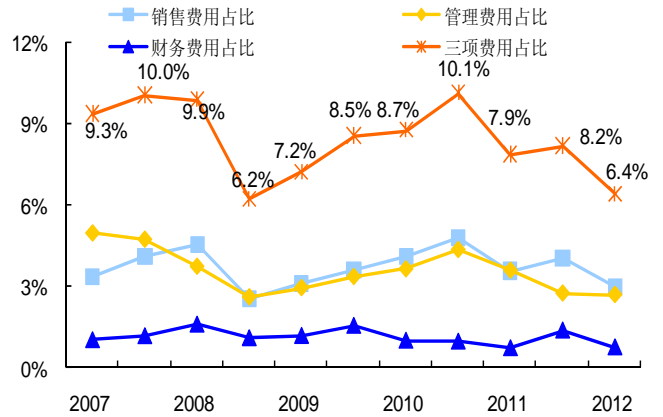


图 5：货币资金与短期负债

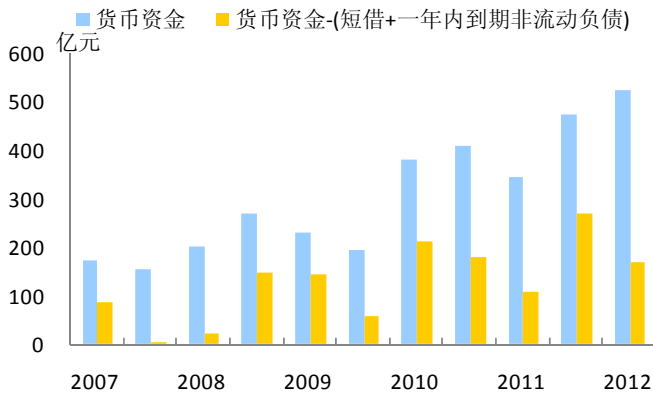
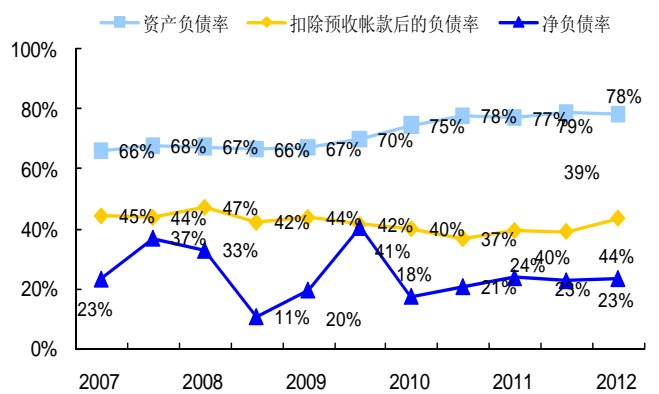


图 6：负债水平



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					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	362774	453147	572399	677120	营业收入	103116	134051	167564	204428
现金	52292	64345	80431	98125	营业成本	65422	84452	105565	130834
应收账款	1887	2580	3039	3816	营业税金及附加	10916	14209	17594	18399
其它应收款	20058	20368	20368	20368	营业费用	3056	3887	4692	5520
预付账款	33374	33374	33374	33374	管理费用	2780	3619	4357	5111
存货	255164	332481	435186	521434	财务费用	765	1118	1571	1958
其他	0	0	1	2	资产减值损失	84	0	0	0
非流动资产	16028	15653	15496	15339	公允价值变动收益	-9	0	0	0
长期投资	7040	7040	7040	7040	投资净收益	929	900	900	900
固定资产	1612	1482	1352	1222	营业利润	21013	27664	34685	43508
无形资产	427	427	427	427	营业外收入	145	0	0	0
其他	6948	6703	6676	6650	营业外支出	88	0	0	0
资产总计	378802	468800	587895	692459	利润总额	21070	27664	34685	43508
流动负债	259834	329801	423229	495598	所得税	5408	7193	9018	11312
短期借款	9932	34756	67713	84550	净利润	15663	20472	25667	32196
应付账款	44861	44861	44861	44861	少数股东损益	3111	4150	5203	6526
其他	131024	170331	221431	265717	归属母公司净利润	12551	16322	20464	25670
非流动负债	36830	36830	36830	36830	EBITDA	21960	28941	36414	45623
长期借款	36036	36036	36036	36036	EPS (元)	1.14	1.48	1.86	2.33
其他	794	794	794	794					
负债合计	296663	366631	460059	532428					
少数股东权益	18313	22462	27665	34191	主要财务比率				
股本	10996	10996	10996	10996	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
资本公积	8684	8684	8684	8684	成长能力				
留存收益	43705	60027	80491	106161	营业收入	43.7%	30.0%	25.0%	22.0%
归属母公司股东权益	63826	79706	100171	125840	营业利润	33.3%	31.7%	25.4%	25.4%
负债和股东权益	378802	468800	587895	692459	归属于母公司净利润	30.4%	30.0%	25.4%	25.4%
					获利能力				
					毛利率	36.6%	37.0%	37.0%	36.0%
					净利率	12.2%	12.2%	12.2%	12.6%
					ROE	19.7%	20.5%	20.4%	20.4%
					ROIC	24.1%	23.4%	21.9%	23.1%
					偿债能力				
					资产负债率	78.3%	78.2%	78.3%	76.9%
					净负债比率				
					流动比率	1.40	1.37	1.35	1.37
					速动比率	0.41	0.37	0.32	0.31
					营运能力				
					总资产周转率	0.31	0.32	0.32	0.32
					应收账款周转率	60	60	60	60
					应付账款周转率	1.75	1.88	2.35	2.92
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.14	1.48	1.86	2.33
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.34	-1.14	-1.47	0.18
					每股净资产(最新摊薄)	5.80	7.25	9.11	11.44
					估值比率				
					P/E	9.92	7.63	6.08	4.85
					P/B	1.95	1.56	1.24	0.99
					EV/EBITDA	7	5	4	3

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2013-2-5	《20130205 公司研究-万科 000002-签约滞后成交大幅增加》
2013-1-20	《万科-B 转 H 有利降低融资成本，提升估值》
2013-1-7	《积极扩张，奠定未来增长》
2012-12-5	《万科 A - 顺市增长，持续扩张》
2012-11-6	《万科 A - 供应增加推升成交，全年增长可期》
2012-10-24	《万科 A - 结算增加，业绩锁定，全年增长可期》
2012-10-10	《万科 A - 金九不金，销售同比小幅下滑》
2012-9-5	《万科 A - 推盘增加带动销售增长》
2012-8-7	《万科 A - 高周转，稳增长，调控中优势凸显》
2012-8-5	《万科 A - 普宅“高周转”，低成本扩张优势彰显》
2012-7-5	《万科 A - 推盘“促”销售，业绩创新高》
2012-6-5	《万科 A - “红五月”来临，政策受益后市稳中有进》
2012-5-4	《万科 A - 受推盘影响销售环比下降》

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、北京城建、首开股份、泛海建设、世茂股份、苏宁环球、中南建设、荣盛发展、世联地产、中国国贸、华业地产、滨江集团、华夏幸福、阳光城、金科股份、亿城股份、华发股份、金融街、广宇发展、中华企业、冠城大通等。

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。

免责条款

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及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,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,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。该研究报告谢绝媒体转载。

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

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

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

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