

万科A (000002.SZ) 房地产开发行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

市价(人民币): 11.32元

不变应变

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	9,662.04
总市值(百万元)	1,244.66
年内股价最高最低(元)	12.67/7.79
沪深300指数	2594.68
深证成指	9333.24



相关报告

1. 《万科B转H股方案点评》，2013.1.20
2. 《万科12月销售及新增项目点评》，2013.1.8
3. 《万科11月销售及新增项目点评》，2012.12.5

曹旭特 分析师 SAC 执业编号: S1130511030006
(8610)66211658
caoxt@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.875	1.141	1.353	1.554	1.791
每股净资产(元)	4.82	5.80	7.12	8.42	9.89
每股经营性现金流(元)	0.31	0.34	4.74	0.97	1.55
市盈率(倍)	8.53	8.87	8.37	7.28	6.32
行业优化市盈率(倍)	13.33	18.78	18.27	18.27	18.27
净利润增长率(%)	32.15%	30.40%	18.53%	14.88%	15.21%
净资产收益率(%)	18.17%	19.66%	19.01%	21.82%	20.20%
总股本(百万股)	10,995.21	10,995.55	10,995.55	10,995.55	10,995.55

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司12年收入和净利润分别增长44%和31%，实现每股收益1.15元，略超预期。

经营分析

- **盈利水平下滑:** 报告期公司毛利率36.6%，同比下滑3.2个百分点，因为结算均价下降了10%，但期间费率也同期下降了1.5个百分点，所以税前利润率下滑水平低于毛利率，达到20.4%，同比下降1.6个百分点。我们判断13年上半年毛利率仍将处于下滑阶段，因为在2011年四季度和2012年上半年降价销售项目会陆续进入结算期，公司利润的增长需要加速周转来弥补。考虑房价在12年中出现反弹，公司12年末单月销售均价同比上升24%，在13年下半年这部分项目进入结算期，届时公司毛利率将企稳。
- **后程发力 继续领跑。** 12年公司销售面积和销售金额分别同比增长20.5%和16.2%，继续领跑行业。虽然上半年推盘节奏有所延缓，销售未能超预期，但在四季度受益市场回暖和推盘加速，公司销售后程发力，继续领跑行业。市场占有率达到2.19%，比2012年增加0.13个百分点。
- **由谨慎到积极的扩张。** 11年公司新增项目面积同比大幅下滑48%，而在12年下半年随市场的回暖，公司快速做出反应，明显加快扩张速度，全年新增权益面积1463万平米，同比11年增长27%。土地购置的平均成本由每平米2569元上升至2899元，幅度为13%，表明未来房价不出现整体性上涨情况下，公司毛利率也较难提升，这也符合行业整体盈利向合理水平回归的大趋势。
- **合作比例将有所下降。** 12年公司少数股东损益占净利润的比例为19.7%，同比上升2.8个百分点，市场担心公司预售款含金量的下降，即合作项目比例上升，净利润的增速将低于销售增速，但从公司12年拿地的结构分析，未来少数股东损益将有所下降，因为新增项目的权益建面由11年的63%上升至78%，也即这部分新增项目进入销售期后，其对利润的贡献度将更高。

- **新开工和竣工计划提速。**报告期公司实现新开工 1433 万平米，相比年初计划增长 8%，但相比 11 年仍微降了 1 个百分点，销售虽然已经明显好转，但企业调整新开工计划有一定滞后周期，所以公司新开工没有同步于销售的增长。13 年公司计划新开工 1653 万平米，将同比增长 15.4%，说明公司对 13 年市场判断仍较为乐观。13 年公司计划竣工 1290 万平米，相比 12 年增长 32%，因为项目竣工是实现结算和体现至利润表的前提，竣工计划的较高增长幅度也令投资者对公司未来业绩增长抱有较好预期。
- **财务状况优化：**期末公司持有货币资金 523 亿元，较年初上升 53%，相比 11 年末资金余额下降 9% 的水平，目前资金状况得到明显改善。资产负债率为 78.3%，同比上升了 1.2 个百分点，扣除预收账款外的负债率为 43.7%，同比上升 4.1 个百分点，表明公司财务杠杆依然有所放大，但货币资金为短期负债的 1.5 倍，盈余资金 167 亿元，财务仍足够安全。
- **业绩锁定率维持高位：**截至 2012 年末，公司合并报表范围内已销售未结算资源面积合计 1355 万平方米，对应合同金额 1437 亿元，是 12 年结算面积的 1.51 和 1.41 倍，锁定率处于高位，但相比 11 年底，结算面积和金额对应的 1.93 和 1.73 倍锁定率有所下降。

投资建议

- 虽然 13 年房地产市场存在政策变数，但公司会凭借已经积累的资源优势来以不变应万变，即公司目前的产品结构非常合理，面向市场最真实需求的中小户型比例达到 90%，海外融资窗口的打开和专业能力将帮助公司应对可能随时变化的市场环境。公司目前估值水平具较强吸引力，我们预计 13、14 年每股收益分别为 1.35 和 1.55 元，动态市盈率为 8.4 和 7.4 倍，维持增持评级。

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	8	37	57	97
买入	1	3	10	71	102
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	2.00	1.33	1.24	1.45	1.48
评分	1.10	1.10	1.10	1.13	1.16

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-08-07	增持	8.83	N/A
2 2012-09-05	增持	8.32	N/A
3 2012-10-10	增持	8.36	N/A
4 2012-10-23	增持	8.40	N/A
5 2012-11-06	增持	8.61	N/A
6 2012-12-05	增持	9.14	N/A
7 2013-01-08	增持	10.12	N/A
8 2013-01-20	增持	10.12	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些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，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、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。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供机构客户使用。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net