



中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

地产：开发商

田世欣

证券投资咨询业务证书编号：S1300512080002  
(8621) 2032 8519  
shixin.tian@bocichina.com

\*袁蒙为本报告重要贡献者

# 万科：1 季度净利同比增 16%

## 首季净利润同比增 16%，预计后续毛利率下降空间不大

2013年1季度，万科(000002.CH/人民币 11.69; 200002.CH/港币 16.30, 买入)实现营业收入 140.0 亿元，同比增长 35.3%；净利润 16.1 亿元，同比增长 15.6%；基本每股收益 0.15 元；毛利率和净利率分别为 37.1%和 11.5%，分别较上年同期下降 4.7 和 2.0 个百分点。

公司房地产业务结算金额 133.2 亿元，同比增长 31.5%，结算面积 123.4 万平米，同比增长 63.7%，结算均价 10,794 元/平米，同比下降 19.7%，去年降价以及去年同期结算均价较高是销售均价以及毛利率下降的主因，但目前销售均价持平于已售未结均价 10,753 元/平米，表明今年的房地产业务毛利率后续下降的空间已经不大。1 季度三项费用率略有改善，由上年同期的 11.8%下降至 10.7%。期末，资产负债率为 79.7%；净负债率为 29.6%，虽较 13 年年初提高了 6.1 个百分点，但仍远低于行业平均水平。

图表 1.万科 2013 年 1 季度业绩摘要

(人民币, 百万)	2012 年 1 季度	2013 年 1 季度	同比变动(%)
营业收入	10,346	14,000	35.3
营业成本	(6,022)	(8,802)	46.1
营业税	(1,146)	(1,327)	15.8
毛利润	3,177	3,871	21.8
其他收入	(37)	(17)	(54.2)
销售费用	(582)	(623)	7.1
管理费用	(506)	(573)	13.1
营业利润	2,051	2,658	29.6
投资收益	115	37	(68.0)
财务费用	(129)	(300)	131.6
营业外收支	21	(0)	(101.2)
税前利润	2,058	2,395	16.4
所得税	(528)	(606)	14.8
少数股东权益	(135)	(175)	30.4
归属上市公司股东净利润	1,396	1,614	15.6

主要比率(%)		百分点增减
毛利率(含税)	30.7	27.7 (3.1)
经营利润率	19.8	19.0 (0.8)
净利率	13.5	11.5 (2.0)

资料来源：公司数据和中银国际研究

### 首季销售同比增 41%，销售锁定率较高

2013 年 1 季度，公司实现销售面积 371.5 万平米，同比增长 23.5%；销售金额 436.5 亿元，同比增长 40.5%；销售均价 11,750 元/平米，同比增长 0.5%；并且在所销售的商品住宅中，90 平方米以下小户型的比例为 45%，144 平方米以下的产品比例占 90%，与去年全年持平，产品结构仍以中小户型普通商品房为主。

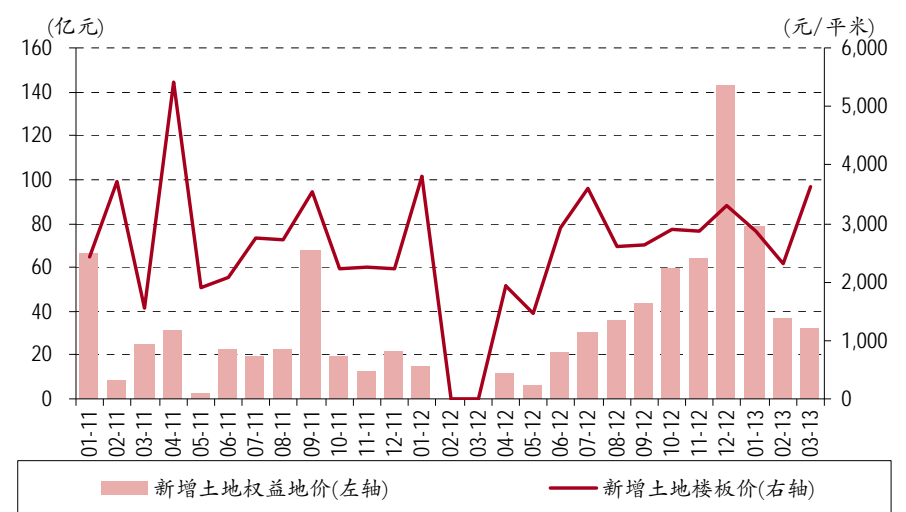
展望 2 季度，公司推盘货值约超过 400 亿元，较 1 季度的 340 亿元有 20% 以上的增长，考虑到去年 2 季度的同比低基数，因此预计 2013 年 2 季度的销售同比增长幅度将有望扩大。并且在全年丰富可售资源的背景下（全年预计 2,500 亿元），我们维持公司 13 年销售 1,700 亿元的判断，同比增长超 20%。

预售锁定方面，至 1 季度末，公司已售未结算金额 1,695 亿元，较 13 年年初增加了 259 亿元，分别锁定了我们对 2013 年房地产业务预测收入的 100% 和 2014 年的 59%，预售锁定率表现突出。

拿地方面，1 季度中，公司累计新增土地储备 680 万平米（未计入美国项目），对应土地款 190 亿元，占比同期销售额的 44%，对应楼面价为 2,802 元/平米。总体而言，虽然 3 月拿地趋于谨慎，但公司总体 1 季度中拿地占比销售数据仍好于去年全年。

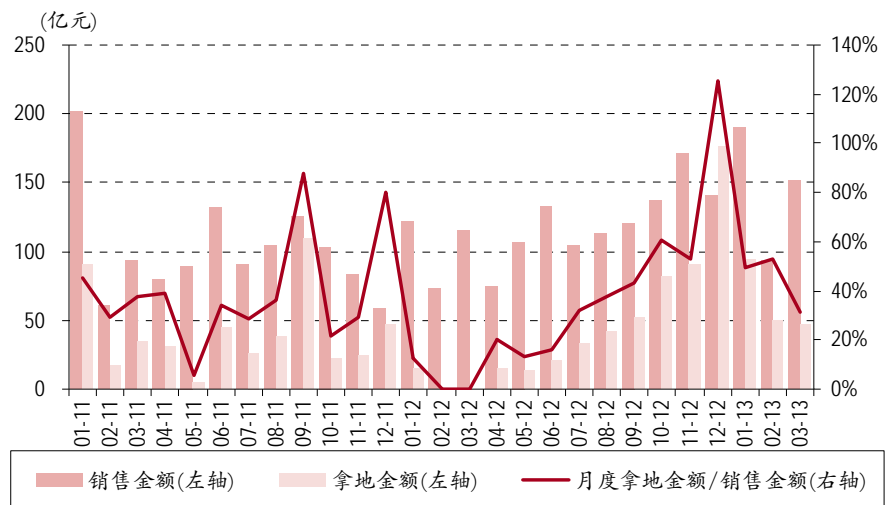
开发方面，1 季度末，公司实现开工面积 402.0 万平方米，竣工面积 103.1 万平方米，分别占全年计划的 24.3% 和 8.0%，新开工进度属于合理水平。

图表 2. 万科 2011 年以来月度拿地情况



资料来源：公司数据和中银国际研究

注：该拿地统计包括了城中村和旧改项目

**图表 3. 万科 2011 年以来拿地金额占比销售金额**


资料来源：公司数据和中银国际研究

注：该拿地统计包括了城中村和旧改项目

**图表 4. 万科 2013 年 3 月份拿地项目**

月度	地块名称	城市	权益 (%)	占地 面积 (平方米)	容积率	建筑 面积 (平方米)	权益 面积 (平方米)	成交 总价 (万元)	权益 地价 (万元)	楼面价 (元/平方米)	周边 售价 (元/平方米)
2013-01	东莞莞城旗峰路项目	东莞	100	54,000	4.0	215,500	215,500	38,200	38,200	1,773	6,055
2013-01	深圳八意府项目	深圳	100	78,000	3.8	300,000	300,000	126,500	126,500	4,217	13,396
2013-01	合肥庐阳森林公园项目	合肥	100	516,000	2.7	1,395,000	1,395,000	330,300	330,300	2,368	6,131
2013-01	南京南站东路 3-5-7 号地块	南京	100	45,000	3.0	133,000	133,000	87,100	87,100	6,549	17,354
2013-01	烟台梁家村项目	烟台	51	332,000	1.9	615,000	313,650	120,196	61,300	1,954	8,000
2013-01	天津解放南路项目	天津	80	62,000	2.0	124,000	99,200	87,375	69,900	7,046	19,000
2013-01	天津张家窝项目	天津	51	410,000	1.2	500,000	255,000	89,804	45,800	1,796	7,000
2013-01	北京长阳西站上林湾项目	北京	51	61,000	1.2	72,000	36,720	60,196	30,700	8,361	20,000
2013-02	福州闽侯大学城项目	福州	100	214,000	3.3	701,920	701,920	67,800	67,800	966	5,795
2013-02	南昌高新区灰场地块	南昌	50	163,000	2.2	356,000	178,000	57,000	28,500	1,601	6,600
2013-02	北京台湖 014 地块	北京	50	47,000	2.5	117,500	58,750	64,000	32,000	5,447	12,836
2013-02	北京台湖 017 地块	北京	50	39,000	2.3	91,000	45,500	78,000	39,000	8,571	15,900
2013-02	唐山二十二冶项目	唐山	48	89,000	3.0	266,000	127,680	39,583	19,000	1,488	7,300
2013-02	济南正昊化纤厂地块	济南	100	191,000	2.5	477,000	477,000	158,000	158,000	3,312	9,600
2013-02	乌鲁木齐高新区河滩路原新春化肥厂项目	乌鲁木齐	82	38,000	3.4	131,000	107,420	29,268	24,000	2,234	7,000
2013-03	佛山顺德陈村合成项目	佛山	100	44,000	3.5	153,000	153,000	33,600	33,600	2,196	8,453
2013-03	北京房山长阳镇 09 地块	北京	69	130,000	1.6	211,000	145,590	110,870	76,500	5,254	14,000
2013-03	太原公交公司地块	太原	100	37,000	4.8	177,000	177,000	41,700	41,700	2,356	8,500
2013-03	成都音乐公园项目	成都	60	153,000	5.0	760,000	456,000	285,000	171,000	3,750	11,000
<b>2013 年 1 季度合计</b>				<b>2,703,000</b>	<b>2.5</b>	<b>6,795,920</b>	<b>5,375,930</b>	<b>1,904,492</b>	<b>1,480,900</b>	<b>2,802</b>	

资料来源：公司数据和中银国际研究

### 维持买入评级

万科快周转、主打精装修及刚需产品的战略适合其当前的规模发展要求，符合消费者自住需求的变迁，同时也适应了行业调控大方向的要求。在 2013 年中，我们预计公司销售额有望达到 1,700 亿元，同比增长超过 20%。维持公司 2013-14 年业绩预期分别为 1.43 元和 1.75 元，并维持对公司 A/B 股的**买入**评级。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10% 以上；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10% 区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10% 以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 2 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371