

**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

**6-12个月目标价:** 14.80元

当前股价: 11.69元

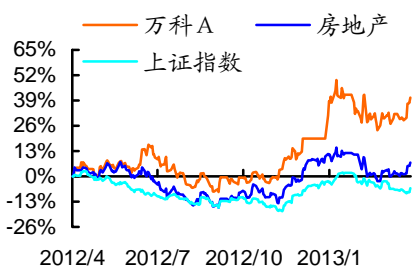
评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2244.64
总股本(百万)	10996
流通股本(百万)	9662
流通市值(亿)	1130
EPS	1.14
每股净资产(元)	5.80
资产负债率	78.3%

**股价表现**

(%)	1M	3M	6M
万科A	6.27%	-0.60%	38.84%
房地产	6.86%	-2.96%	16.87%
上证指数	-0.57%	-3.13%	5.47%



**相关报告**

《万科A-销售再创新高》2013-4-8

《万科A-产品定位全国刚需,受调控影响小》2013-3-4

《万科A-“高周转”带动“高增长”》2013-2-28

万科A

000002

推荐

**毛利较去年改善,业绩持续稳增长**

公司4月23日公布了13年一季度报。

**投资要点:**

- 1季度公司实现结算面积123.4万平米(+63.7%)、结算收入133.2亿元(+31.5%)。营业收入140亿元(+35.3%)、归属上市公司股东净利润16.1亿元/EPS0.15元(+15.6%)。结算毛利率26.7%，综合毛利率37.1%，较去年全年小幅回升，随12年房价回升预计未来毛利率仍有上升空间。三项费用率10.7%(-2.1%)，公司经营效率不断提升，彰显优质公司管理实力。
- 销售大幅增长，1季度实现销售面积371.5万平米(+23.5%)、销售金额436.5亿元(+40.5%)，由于12年1季度销售低谷期同比涨幅较大。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。
- 积极开工拓展，奠定业绩稳步增长基础。1季度实现开工面积402万平米，竣工103万平，分别占全年计划的24%和8%。新增项目21个/权益建面513万平米，平均楼面地价2776元/平米，未来将继续实现低成本扩张。
- 财务状况保持一贯安全稳健。货币资金522.6亿元，较短期借款及一年内到期非流动负债多82亿元；资产负债率80%、扣除预收账款后的负债率44%、净负债率30%，远低于行业水平，财务状况安全稳健。
- 公司定位刚性需求，90平以下户型占比45%，144平以下户型占比90%，在持续调控背景下产品得到市场青睐。公司坚持高周转，品牌及专业优势凸显，市场份额不断提高。1季度末预收款1504亿元(较年初+14.8%)，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，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	10.24	7.88	6.28	5.01
P/B	2.01	1.61	1.28	1.02
EV/EBITDA	7	5	4	3

资料来源: 中投证券研究所

附：公司13年一季报财务与经营等指标

图 1：经营情况

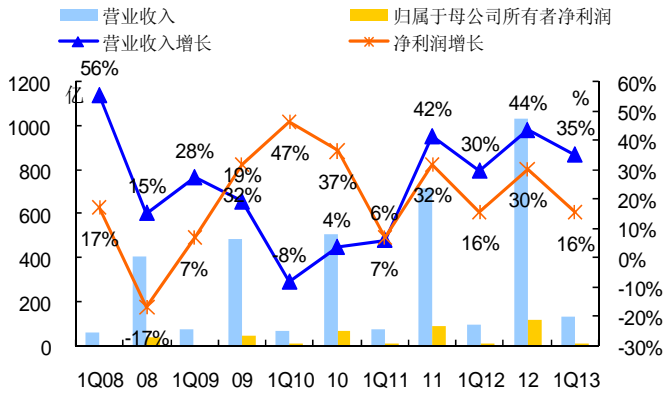


图 2：EPS 和 ROE

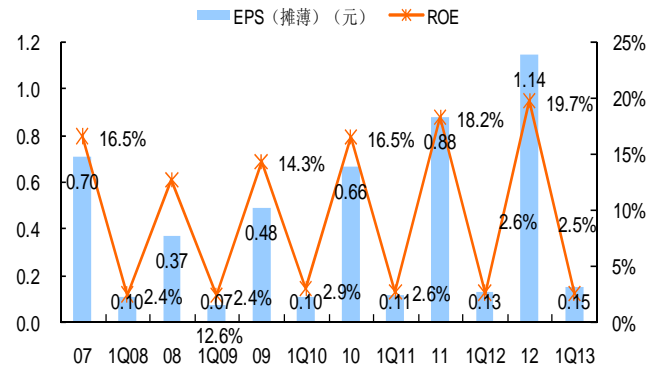


图 3：综合毛利率和净利率

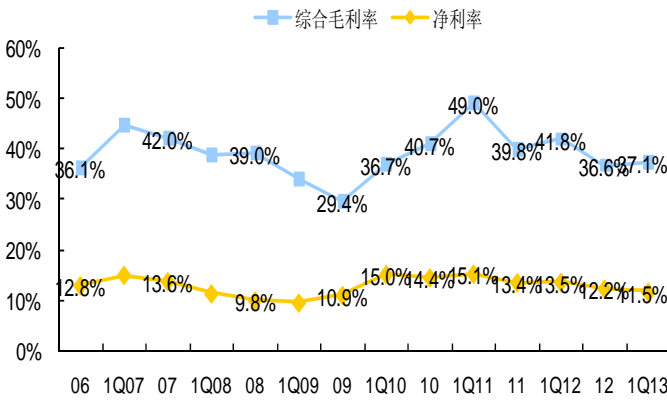


图 4：三费水平

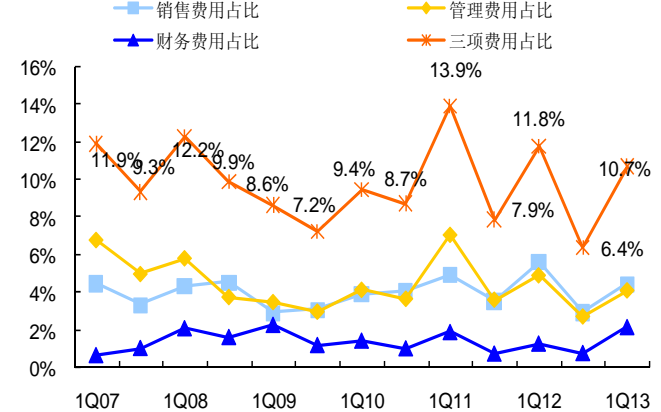


图 5：货币资金与短期负债

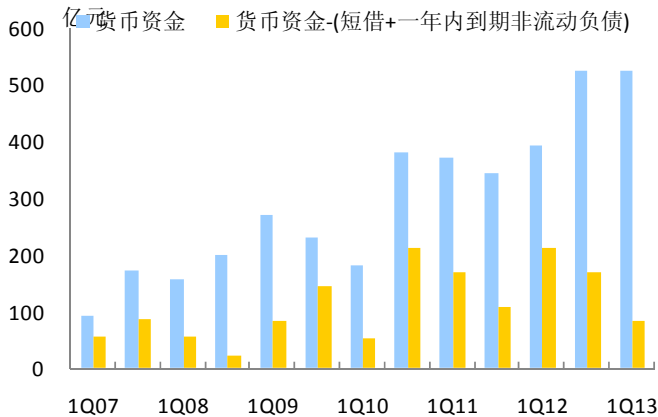
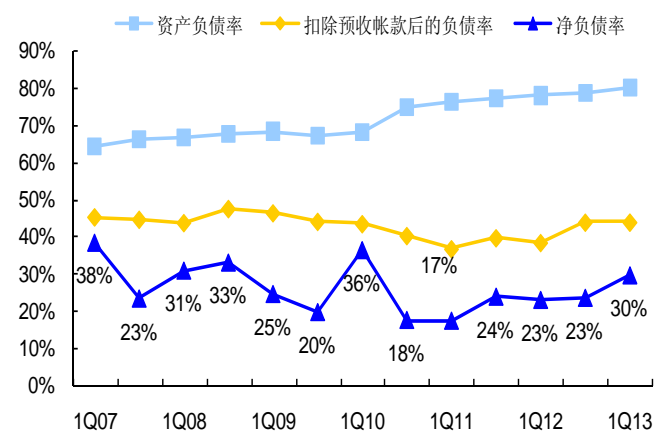


图 6：负债水平



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
<b>流动资产</b>	362774	453147	572399	677120	<b>营业收入</b>	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
<b>非流动资产</b>	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	<b>营业利润</b>	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
<b>资产总计</b>	378802	468800	587895	692459	<b>利润总额</b>	21070	27664	34685	43508
<b>流动负债</b>	259834	329801	423229	495598	所得税	5408	7193	9018	11312
短期借款	9932	34756	67713	84550	<b>净利润</b>	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	<b>归属母公司净利润</b>	12551	16322	20464	25670
<b>非流动负债</b>	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					
<b>负债合计</b>	296663	366631	460059	532428					
少数股东权益	18313	22462	27665	34191	<b>主要财务比率</b>				
股本	10996	10996	10996	10996	<b>会计年度</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
资本公积	8684	8684	8684	8684	<b>成长能力</b>				
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%
<b>负债和股东权益</b>	378802	468800	587895	692459	归属于母公司净利润	30.4%	30.0%	25.4%	25.4%
					<b>获利能力</b>				
					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%
					<b>偿债能力</b>				
					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
					<b>营运能力</b>				
					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
					<b>每股指标 (元)</b>				
					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
					<b>估值比率</b>				
					P/E	10.24	7.88	6.28	5.01
					P/B	2.01	1.61	1.28	1.02
					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
2013-4-8	《万科 A-销售再创新高》
2013-3-4	《万科 A-产品定位全国刚需，受调控影响小》
2013-2-28	《万科 A-“高周转”带动“高增长”》
2013-2-5	《万科 A-签约滞后成交大幅增加》
2013-1-20	《万科 A-B 转 H 有利降低融资成本，提升估值》
2013-1-7	《万科 A-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》
2012-4-24	《万科 A - 稳步增长，审慎扩张，继续受益刚需释放》

## 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。

## 免责声明

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