

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

成交同比大幅增加，大力度拓展补库存

4月公司销售面积110.7万平，销售金额123.8亿元。单月销售均价11183元/平米，同比升15.3%，环比降6.4%。新拓展项目11个。

投资要点:

- 受需求提前释放、预售价格监管致供应延迟等影响，4月楼市成交环比下滑。4月实现销售面积110.7万平米，销售金额123.8亿元，销售面积和金额同比分别上升44.3%和66.4%，环比分别下降13.0%和18.6%。销售均价11183元，同比升15.3%，环比降6.4%。
- 同比持续创新高，1-4月实现销售面积482.2万平米，同比增27.7%；实现销售金额560.2亿元，同比升45.5%；销售均价11618元/平，同比升13.9%。预计13年可售量约2400亿元，若去化7成以上，则销售额约1700亿元，同比增20%。
- 4月加大扩张，新增11个项目，共获取权益建面330.4万平米。项目主要集中在二三线城市，需支付权益地价65.6亿元，平均楼面地价1986元，楼面地价较12年平均拿地成本低32.4%。
- 1-4月新增31个项目，共获取权益建面880万平米，持续补库存。国内项目平均楼面地价2398元，与12年平均拿地成本相比低18.4%，强化成本优势。
- 经济弱复苏背景下未来政策相对稳定环境较为宽松，刚性需求释放受压制相对小，有利于以刚需产品为主的公司销售不断释放。且公司坚持高周转的盈利模式，以销定价，实现市场份额不断提升。预计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14.8元，维持“推荐”评级。

6-12个月目标价: 14.80元

当前股价: 11.39元

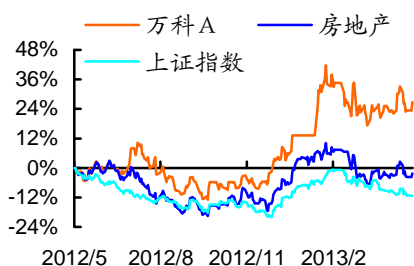
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2174.12
总股本(百万)	10996
流通股本(百万)	9662
流通市值(亿)	1101
EPS	0.15
每股净资产(元)	5.96
资产负债率	79.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
万科A	1.70%	-4.77%	31.68%
房地产	-0.71%	-7.89%	6.29%
上证指数	-2.41%	-10.12%	2.70%



相关报告

《万科A-毛利较去年改善，业绩持续稳增长》2013-4-22

《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

风险提示: 政策调控过度带来的行业与公司盈利下降等的风险。

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	9.91	7.62	6.08	4.84
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

图 1: 万科月度销售面积、销售金额与销售均价

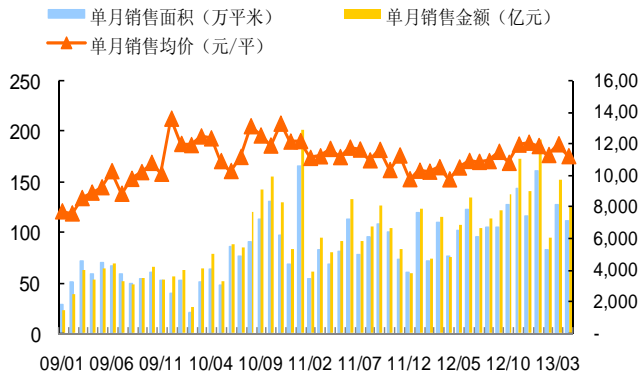


图 2: 万科月度销售均价与累计销售均价

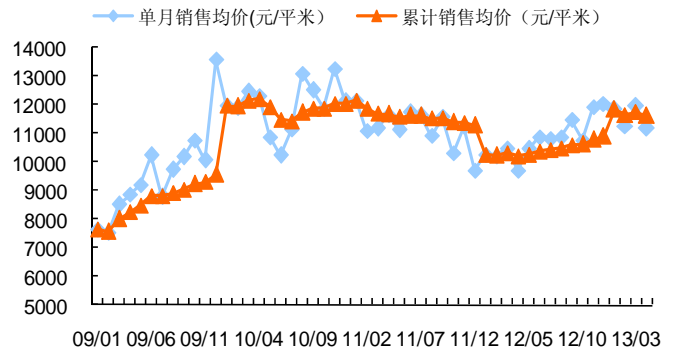


图 3: 万科各年度销售均价

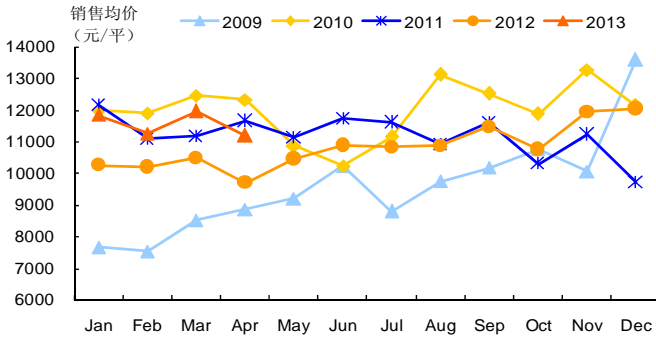


图 4: 万科各年度累计销售均价

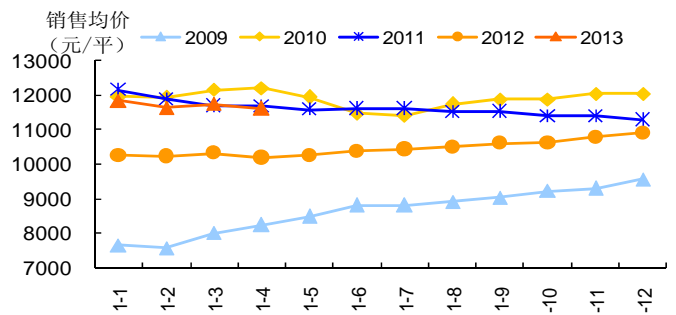


图 5: 万科各年度销售面积

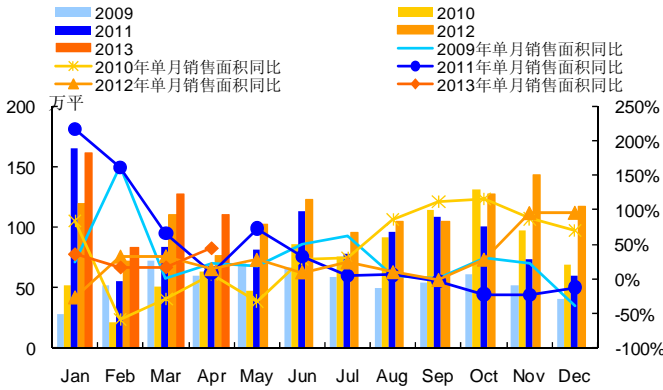


图 6: 万科各年度销售金额

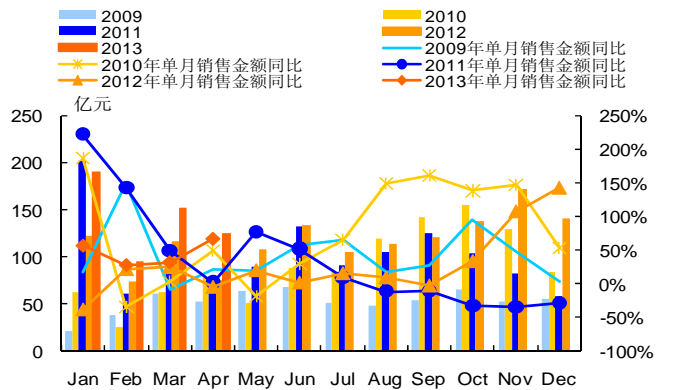


图 7: 万科各年度累计销售面积

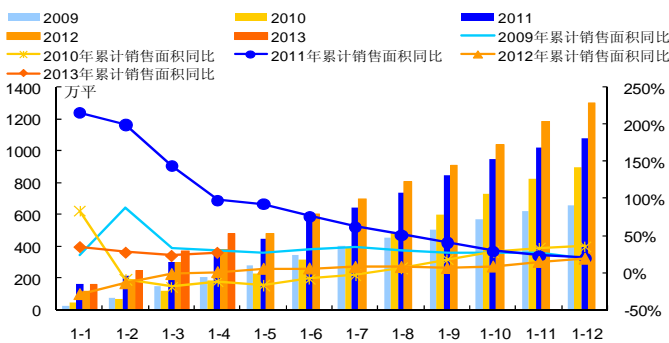
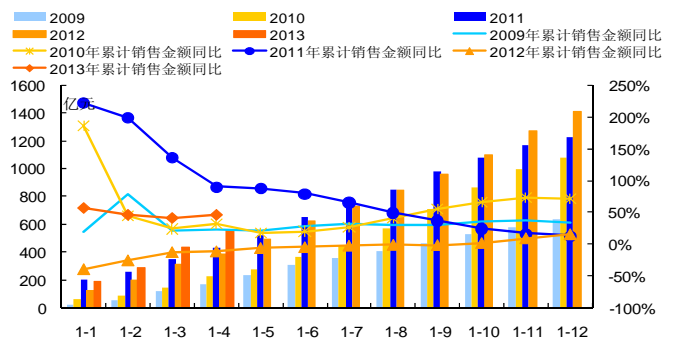


图 8: 万科累计销售金额各年同期比较



数据来源：上市公司，中投证券研究所

表 1: 公司 13 年 4 月新增项目情况 (单位: 万平, 亿元)

项目	所处城市	公司权益	占地面积	计容积率 建面	权益面积	需支付交易 价款	楼面地价 (元/平)	
1-3 月合计			270.3	679.5	545.0	144.3	2647	
1	泉州丰泽区北峰 2013-4 号地块	泉州	60%	4.6	16.3	9.7	2.2	2246
2	清远石角镇大坑水库项目	清远	100%	49.3	98.5	98.6	4.0	403
3	济南金域国际项目 B 地块	济南	63%	9.0	29.2	18.5	5.5	2970
4	大连甘井子区橡塑机厂地块	大连	100%	12.5	21.5	21.4	10.8	5039
5	武汉光谷郑桥村项目	武汉	100%	9.0	41.0	41.1	11.2	2716
6	重庆九龙坡区盘龙 2 号地块	重庆	100%	3.2	14.3	14.4	3.3	2292
7	郑州美铭科技园项目	郑州	51%	13.1	45.8	23.4	1.0	415
8	郑州龙门龙堂项目	郑州	51%	7.9	35.1	17.7	3.2	1816
9	贵阳黔灵广场项目	贵阳	70%	1.1	9.8	6.9	2.7	3896
10	北京东城区御府项目	北京	90%	0.4	1.4	1.3	6.9	54921
11	昆明魅力之城项目	昆明	45%	41.8	172.4	77.5	14.9	1928
4 月合计			151.9	485.3	330.4	65.6	1986	
1-4 月合计			422.2	1164.8	875.4	209.9	2398	

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	9.91	7.62	6.08	4.84
					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
2013-4-22	《万科 A-毛利较去年改善，业绩持续稳增长》
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