

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: 9.46元

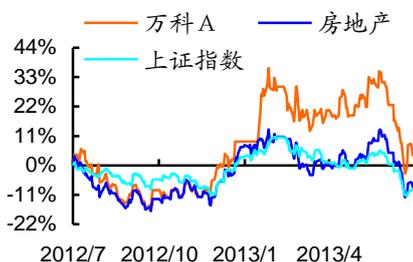
评级调整: 维持

基本资料

| | |
|----------|---------|
| 上证综合指数 | 1994.27 |
| 总股本(百万) | 10996 |
| 流通股本(百万) | 9662 |
| 流通市值(亿) | 914 |
| 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 | -21.17% | -14.17% | -5.01% |
| 房地产 | -17.78% | -8.59% | -14.28% |
| 上证指数 | -13.26% | -10.38% | -12.11% |



相关报告

《万科A-推盘增加, 成交持续增长》

2013-6-4

《万科A-成交同比大幅增加, 大力度拓展补库存》2013-5-6

《万科A-毛利较去年改善, 业绩持续稳增长》2013-4-22

万科A

000002

推荐

成交平稳, 售价回升增强盈利能力

公司公告披露, 6月公司销售面积 111.6 万平, 销售金额 134.9 亿元。单月销售均价 12088 元/平米, 同比升 11.1%, 环比升 4.7%。新拓展项目 5 个。

投资要点:

- **成交相对平淡, 售价提升推动销售额增长。** 6月实现销售面积 111.6 万平方米, 销售金额 134.9 亿元, 销售面积和金额同比分别下降 8.8%和上升 1.3%, 环比分别下降 9.0%和 4.7%。销售均价 12088 元, 同比升 11.1%, 环比升 4.7%。
- **基数影响同比增幅持续收窄, 1-6 月实现销售面积 716.4 万平方米, 同比增 18.9%; 实现销售金额 836.7 亿元, 同比升 33.8%; 销售均价 11679 元/平, 同比升 12.5%, 恢复至 11 年同期水平, 毛利率将持续回升。** 预计 13 年可销售量约 2400 亿元, 若去化 7 成以上, 则销售额约 1700 亿元 (+20%), 上半年已完成全年预计销售额的 49%。
- **持续扩张, 新增 5 个项目, 共获取权益建面 137.1 万平米。** 需支付权益地价 32.4 亿元, 平均楼面地价 2363 元, 楼面地价较 12 年平均拿地成本低 19.6%。
- **1-6 月新增 44 个项目, 共获取权益建面 1139 万平米, 远超销售面积, 奠定持续增长基础。** 国内项目平均楼面地价 2447 元, 与 12 年平均拿地成本相比低 16.7%, 继续强化低成本优势。
- **公司 144 平米以下产品占 90%以上, 符合国家引导的刚性需求; 积极寻求海外融资机会, 拓宽融资渠道。** 在流动性收缩背景下, 公司适销对路的产品、高周转的盈利模式、融资能力强等使公司抗风险能力强, 有助于公司保持市场龙头地位, 并不断提升市场份额。预计 13-15 年 EPS1.48、1.86 和 2.33 元, 对应 PE 分别为 8/6/5 倍。预计下半年流动性收缩促升资金成本, 或将抑制板块估值, 但我们仍看好公司中长期投资价值。同时若 B 转 H 股顺利实施, 将显著提升估值, 维持“推荐”评级。

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 | 10.39 | 7.99 | 6.37 | 5.08 |
| P/B | 2.04 | 1.64 | 1.30 | 1.04 |
| 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

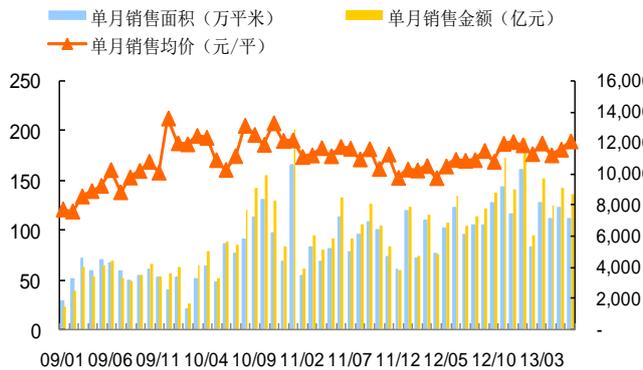


图 2: 万科月度销售均价与累计销售均价

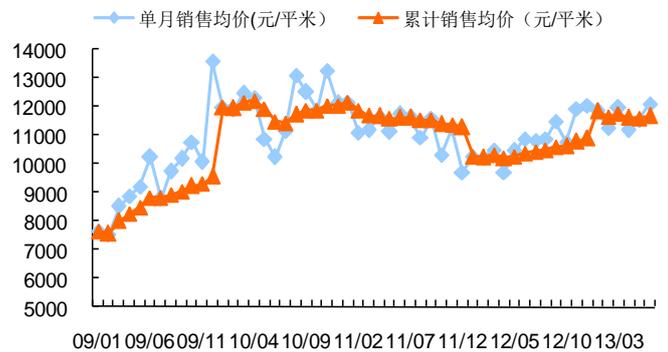


图 3: 万科各年月度销售均价

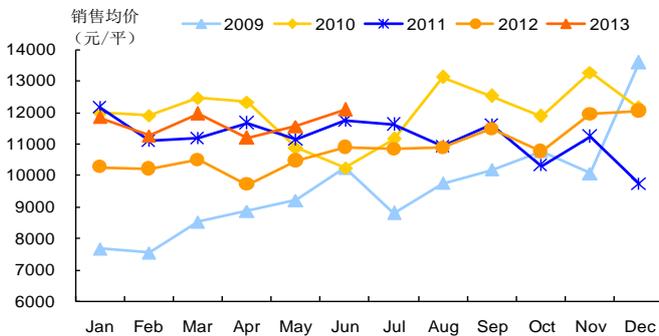


图 4: 万科各年累计销售均价

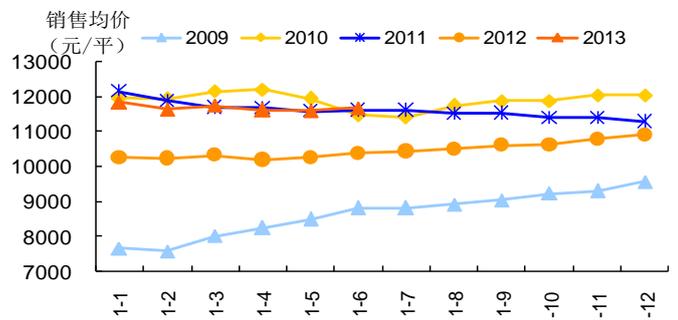


图 5: 万科各年月度销售面积

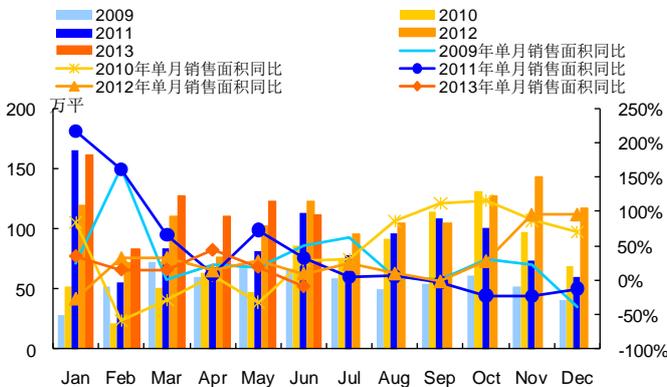


图 6: 万科各年月度销售金额

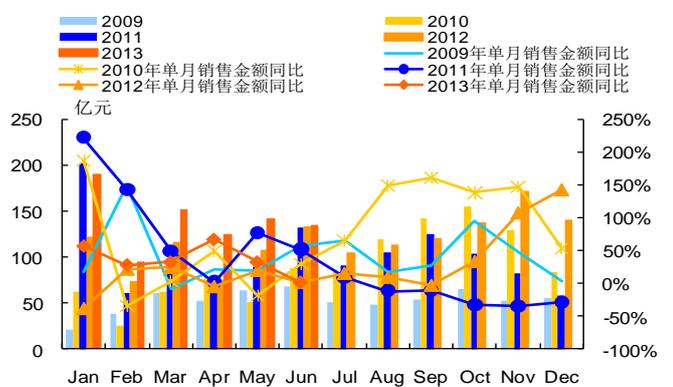


图 7: 万科各年累计销售面积

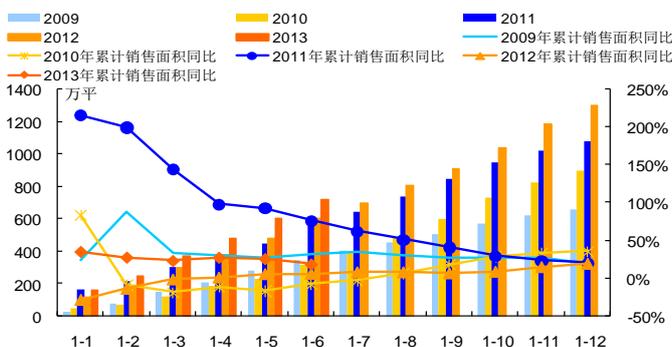
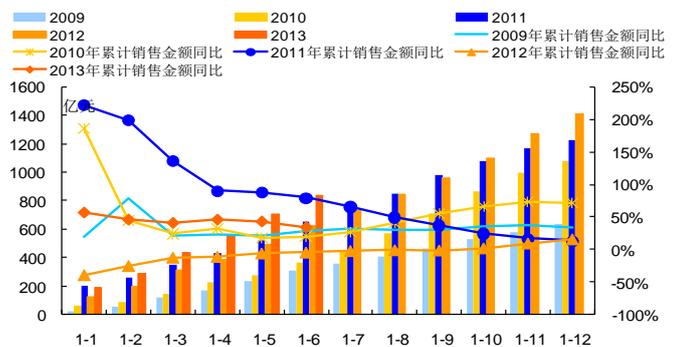


图 8: 万科累计销售金额各年同期比较



数据来源: 上市公司公告, 中投证券研究总部

表 1: 公司 13 年 6 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) |
|----------------|----------------|------|--------------|---------------|---------------|--------------|-------------|
| 1-5 月合计 | | | 476.2 | 1336.0 | 1002.1 | 246.3 | 2458 |
| 1 | 长沙雨花区高铁新城环球村项目 | 80% | 35.1 | 101.6 | 84.2 | 13.5 | 1604 |
| 2 | 温州瓯海区南仙花苑项目 | 60% | 5.4 | 14.5 | 8.7 | 9.7 | 11088 |
| 3 | 北京天竺甲九项目 | 51% | 1.8 | 3.1 | 1.6 | 0.9 | 5703 |
| 4 | 成都新都区三河街道项目 | 100% | 11.1 | 33.0 | 33.0 | 6.7 | 2044 |
| 5 | 新疆乌鲁木齐市盈科雅山项目 | 60% | 15.9 | 15.9 | 9.5 | 1.6 | 1625 |
| 6 月合计 | | | 69.3 | 168.1 | 137.1 | 32.4 | 2363 |
| 1-6 月合计 | | | 545.5 | 1504.1 | 1139.1 | 278.7 | 2447 |

数据来源: 上市公司公告, 中投证券研究总部

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 | 10.39 | 7.99 | 6.37 | 5.08 |
| | | | | | P/B | 2.04 | 1.64 | 1.30 | 1.04 |
| | | | | | EV/EBITDA | 7 | 5 | 4 | 3 |

资料来源：中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

相关报告

| 报告日期 | 报告标题 |
|------------|--|
| 2013-6-4 | 《万科 A-推盘增加，成交持续增长》 |
| 2013-5-6 | 《万科 A-成交同比大幅增加，大力度拓展补库存》 |
| 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 | 《20130205 公司研究-万科 000002-签约滞后成交大幅增加-推荐（中投证券李少明 陈舒静）》 |
| 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》 |
| 2012-4-24 | 《万科 A - 稳步增长，审慎扩张，继续受益刚需释放》 |
| 2012-4-6 | 《万科 A - 销售回暖，领跑行业》 |
| 2012-3-13 | 《万科 A - 业绩符合预期，逆市增长龙头优势尽显》 |
| 2012-3-6 | 《万科 A - 以价换量，销售同比逆转回升》 |
| 2012-2-6 | 《万科 A - 销售环比回升，政策微调利好公司》 |
| 2012-1-5 | 《万科 A - 全年销售稳中有升，业绩持续增长可期》 |
| 2011-12-6 | 《短期销售受影响，业绩锁定稳增长》 |
| 2011-10-25 | 《万科 A-全年业绩高增长成定局，无需调整盈利与估值》 |
| 2011-10-11 | 《万科 A-龙头销售逆势上扬，资源成本下降，无需下调估值》 |
| 2011-9-6 | 《万科 A-万科 A-业绩稳步增长，扩张优势尽显》 |
| 2011-8-9 | 《万科 A-销售业绩增幅超 7 成，高增长无忧》 |
| 2011-8-5 | 《万科 A-淡季销售增速放缓，稳健扩张蓄势待发》 |
| 2011-7-5 | 《万科 A-6 月销售业绩增长 30%以上，龙头实力无人能撼》 |
| 2011-5-4 | 《万科 A-4 月销售放缓，收入同比涨 1.3%》 |
| 2011-4-21 | 《万科 A-销售高增长，业绩符合预期》 |
| 2011-4-7 | 《万科 A-低成本扩张显优势，业绩高增长超预期》 |
| 2011-3-9 | 《万科 A-业绩符合预期，毛利率大幅提高》 |
| 2011-2-10 | 《万科 A-开年销售再创历史新高，优胜劣汰能力持续彰显》 |
| 2011-1-5 | 《万科 A-新增储备远超预期，净利润 6 年复合增长 43%可期》 |
| 2010-12-3 | 《万科 A-淡季再创销售佳绩，累计销售金额超千亿元》 |

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 | 北京市 | 上海市 |
|--|---|---|
| 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 | 上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434 |