

2013年8月07日

朱吉翔

C0044@capital.com.tw

目标价(元)

14.00 元

**公司基本资讯**

产业别	房地产		
A 股价(2013/8/6)	9.93		
深证成指(2013/8/6)	8143.13		
股价 12 个月高/低	12.67/7.79		
总发行股数(百万)	11007.59		
A 股数(百万)	9666.20		
A 市值(亿元)	1093.05		
主要股东	华润股份有限公司(14.70%)		
每股净值(元)	6.05		
股价/账面净值	1.64		
股价涨跌(%)	一个月	三个月	一年
	2.8	-10.9	8.2

**近期评等**

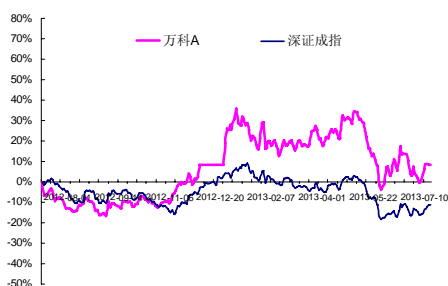
出刊日期	前日收盘	评等
2012-10-24	8.40	买入
2013-01-21	11.13	买入
2013-02-28	11.32	买入
2013-04-23	11.28	买入

**产品组合**

房地产	99.2%
其他	0.8%

**机构投资者占流通 A 股比例**

基金	29.7%
社保	0.0%
券商集合理财	0.3%

**股价相对大盘走势**

**万科(000002/200002.SZ)**
**Buy 买入**
**行业龙头静待估值修复**
**结论与建议:**

作为 A 股最大的房地产开发企业, 公司上半年业绩继续保持较快增长态势。公司目前已售待结转资源 1766 亿元, 相当于 2012 年地产业务营收的 1.8 倍, 未来两年业绩的增长基本锁定。无论从短期业绩或是长期发展来看, 公司将继续处于行业绝对领先地位。目前 A 股价对应 2013 年 PE 也仅有 6.7 倍, 估值较低, 随着行业再融资预期的发酵, 板块估值有望明显修复, 继续给予买入的投资建议。

- 受益于规模增长, 公司上半年实现结算面积 388.4 万平方米, 结算收入 406.3 亿元, 同比分别增长 47.2%和 34.4%, 带动公司营收增长 34.7%至 414 亿元; 实现净利润 45.6 亿元, 同比增长 22.3%, EPS 0.41 元。其中, 第二季度单季, 公司实现营收 274 亿元, 同比增长 34.2%, 实现净利润 29.4 亿元, 同比增长 26.3%, 公司业绩符合预期。
- 受结算资源结构等因素影响, 公司房地产业务的结算毛利率较去年同期下降 3.8 个百分点至 33.6%, 使得公司营收增速要快于净利润增速。尽管公司毛利率水平出现下降, 但受益于规模效应提升以及融资成本下降, 公司期间费用率较上年下降了 0.9 个百分点至 7.2%, 并且少数股东权益同比下降 3.8%, 上述因素部分抵消了毛利率下降对于利润的影响。从经营质量来看, 得益于快速的周转以及良好的财务结构, 上半年公司全面摊薄的净资产收益率为 6.84%, 比去年同期上升 0.08 个百分点, ROE 水准并未因毛利率下降而降低。
- 从销售情况来看, 上半年公司累计实现销售面积 716.4 万平方米, 实现销售金额 836.7 亿元, 同比分别增长 18.9%和 33.8%。公司同时发布 7 月销售业绩, 7 月份公司实现销售面积 118.2 万平方米, 销售金额 139.7 亿元, YOY 分别增长 23.1%和 34.5%, MOM 增长 6%和 3.6%。从单月成交来看, 公司销售并未随整体一二线房地产市场成交环比下降而减少, 略好于预期。前 7 月公司累计实现销售面积 834.6 万平米和销售金额 976.5 亿元, YOY 分别同比增长 19.5%和 33.9%。销售业绩大幅增长将有利于公司全年业绩的较快提升, 预计公司全年销售金额将增长 17%至 1650 亿元。
- 截止 6 月末, 公司合并报表范围内尚有 1603 万平方米已售资源未竣工结算, 合同金额合计约 1766 亿元, 较上年末分别增长 18.3%和 22.9%, 相当于其 2012 年营收规模的 1.8 倍, 业绩增长确定。我们预计公司 2013、2014 年净利润分别为 163 亿元和 216 亿元, YOY 增长 30%和 32%, EPS 1.49 元和 1.96 元, A 股对应 PE 分别为 6.7 倍、5.1 倍, PB 1.5 倍, B 股对应 PE 7.6 倍和 5.8 倍, PB 仅 1.7 倍, 继续维持 A、B 股的买入建议。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2010F	2011F	2012F	2013F	2014F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	7283	9625	12551	16349	21583
同比增减	%	36.7%	32.2%	30.4%	30.3%	32.0%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.66	0.88	1.14	1.49	1.96
同比增减	%	36.7%	32.2%	30.4%	30.3%	32.0%
A 股市盈率(P/E)	X	15.0	11.3	8.7	6.7	5.1
B 股市盈率(P/E)		17.1	13.0	9.9	7.6	5.8
股利 (DPS)	RMB 元	0.1	0.13	0.16	0.19	0.22
股息率 (Yield)	%	1.0%	1.3%	1.6%	1.9%	2.2%

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER  $\geq$  30%); 买入 Buy (30% > ER  $\geq$  10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER  $\leq$  -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER  $\leq$  -30%)

## 附一：合并损益表

百万元	2010	2011	2012F	2013F	2014F
营业收入	50714	71783	103116	131538	168728
经营成本	30073	43228	65422	82535	104520
营业税金及附加	5624	7779	10916	14193	18712
销售费用	2079	2557	3056	3815	4556
管理费用	1846	2578	2780	3492	4311
财务费用	504	510	765	1177	1678
资产减值损失	-545	65	0	0	0
投资收益	778	700	929	1000	1101
营业利润	11895	15763	21013	27327	36052
营业外收入	72	76	145	150	150
营业外支出	26	34	88	79	79
利润总额	11941	15806	21070	27398	36123
所得税	3101	4206	5408	6986	9211
少数股东损益	1556	1975	3111	4062	5329
归属于母公司所有者的净利润	7283	9625	12551	16349	21583

## 附二：合并资产负债表

百万元	2010	2011	2012F	2013F	2014F
货币资金	37817	34240	52292	60306	72358
应收账款	1594	1515	1887	3930	6709
存货	133333	208335	255164	320507	414598
流动资产合计	205521	282647	362774	444346	561138
长期股权投资	4494	6426	7040	7758	8536
固定资产	1220	1596	1612	1550	1787
在建工程	764	706	1051	1021	1138
非流动资产合计	10117	13562	16028	17127	19453
资产总计	215638	296208	378802	461473	580591
流动负债合计	129651	200724	259834	270090	314233
非流动负债合计	31401	27652	36830	41760	44871
负债合计	161051	228376	296663	311850	359103
少数股东权益	10354	14865	18313	67887	73216
股东权益合计	44233	52968	63826	81735	148271
负债及股东权益合计	215638	296208	378802	461473	580591

## 附三：合并现金流量表

百万元	2010	2011	2012F	2013F	2014F
经营活动产生的现金流量净额	2237	3389	3726	4955	6358
投资活动产生的现金流量净额	-2192	-5653	-2453	-5133	-6970
筹资活动产生的现金流量净额	13025	807	34183	9364	12664
现金及现金等价物净增加额	13094	-1483	17506	9186	12053

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。