

**房地产开发**

署名人: 李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@china-invs.cn

参与人: 陈舒静

S0960513070002

010-63222915

chenshujing@china-invs.cn

**6-12个月目标价:** 11.80元

当前股价: 9.20元

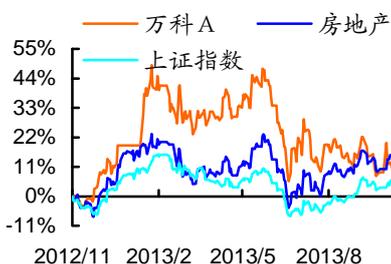
评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2157.24
总股本(百万)	11014
流通股本(百万)	9675
流通市值(亿)	890
EPS	0.56
每股净资产(元)	6.20
资产负债率	79.5%

**股价表现**

(%)	1M	3M	6M
万科A	0.77%	-7.91%	-17.92%
房地产	-1.32%	0.13%	-2.04%
上证指数	-0.80%	5.21%	-2.19%

**相关报告**

《万科A-净利增两成, 房价上涨毛利将回升》2013-10-29

《万科A-销售稳步增长, 持续积极拓展》2013-10-9

《万科A-成交向好, 环比持续增长》2013-9-4

**万科A****000002****推荐****销售已超去年全年**

公司公告披露, 10月公司销售面积167.7万平, 销售金额173.5亿元。单月销售均价10346元/平米, 同比降3.9%, 环比降12.9%。新拓展项目9个。

**投资要点:**

- **销售持续增长。**10月实现销售面积167.7万平米, 销售金额173.5元, 销售面积和金额同比分别上升31.7%和26.6%, 环比分别升27.9%和11.4%。销售均价10346元, 同比降3.9%, 环比降12.9%。
- **1-10月实现销售面积1266.4万平米, 同比增22.3%; 实现销售金额1458.4亿元, 同比升32.6%, 已超去年全年销售额; 销售均价11516元/平, 同比升8.4%, 未来毛利率将持续回升。**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(+20%), 目前已完成全年预计销售额的86%, 全年销售额有望超预期。
- **保持积极的拿地策略, 新增9个项目, 共获取权益建面227.1万平米。**需支付权益地价72.3亿元, 平均楼面地价3185元, 新增地块主要集中在长沙、西安等二线城市, 平均楼面地价较12年平均拿地成本高8.4%。
- **1-10月新增86个项目, 共获取权益建面2162.9万平米, 远超销售面积, 为未来增长奠定基础。**国内项目平均楼面地价3228元, 较12年平均拿地成本高9.8%, 成本优势仍可维持。
- **在临近年末信贷额度相对紧张背景下, 公司作为行业龙头仍具有优先获取贷款的优势; 且公司产品以普通住宅为主, 符合主流需求, 亦符合政策导向, 有利于保障销售签约顺利。在房企融资放开有条件向建设安居房、普通性住房的房企倾斜背景下, 公司具有较强的融资优势; 同时也积极寻求海外融资机会, 拓宽融资渠道。预计13-15年EPS1.48、1.86和2.33元, 对应PE分别为6/5/4倍。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:** 流动性趋紧、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	16284	20387	25527
净利润同比(%)	30%	30%	25%	25%
毛利率(%)	36.6%	37.0%	37.0%	36.0%
ROE(%)	19.7%	21.0%	20.8%	21.2%
每股收益(元)	1.14	1.48	1.85	2.32
P/E	7.95	6.12	4.89	3.91
P/B	1.56	1.28	1.02	0.83
EV/EBITDA	6	4	4	3

资料来源: 中投证券研究总部

## 附：公司 13 年 1-10 月销售情况

图 1：万科月度销售面积、销售金额与销售均价

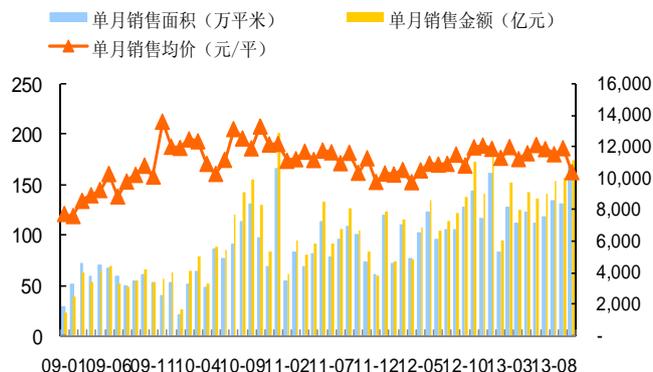


图 2：万科月度销售均价与累计销售均价

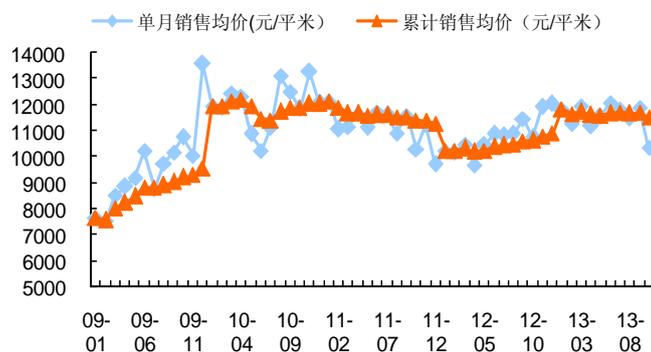


图 3：万科各年月度销售均价

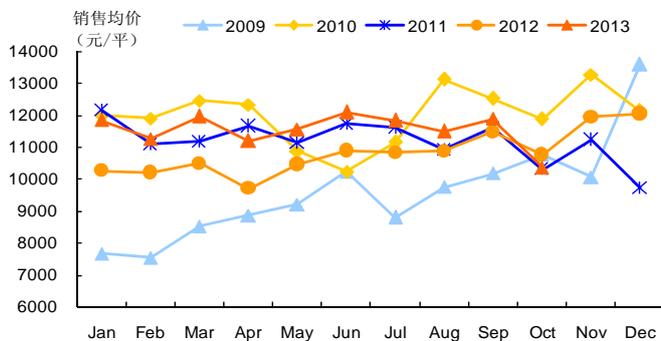


图 4：万科各年累计销售均价

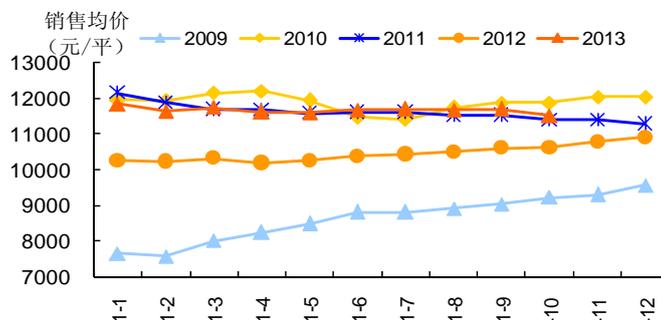


图 5：万科各年月度销售面积

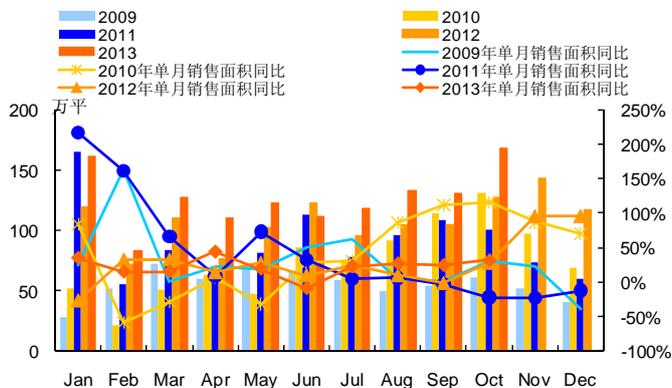


图 6：万科各年月度销售金额

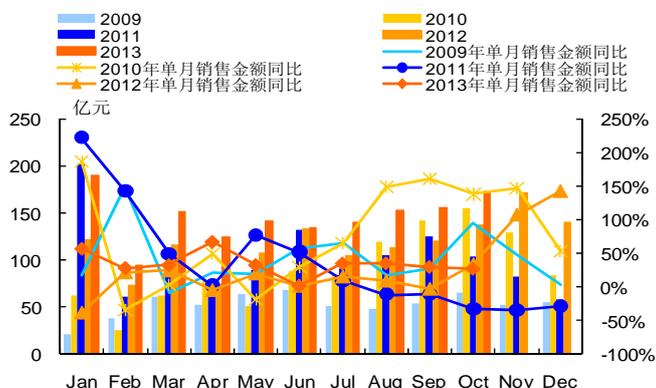


图 7：万科各年累计销售面积

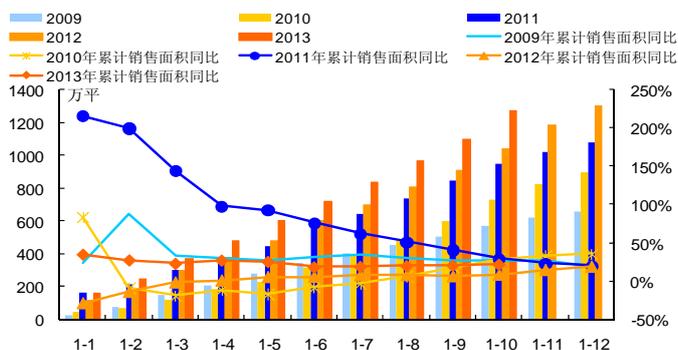
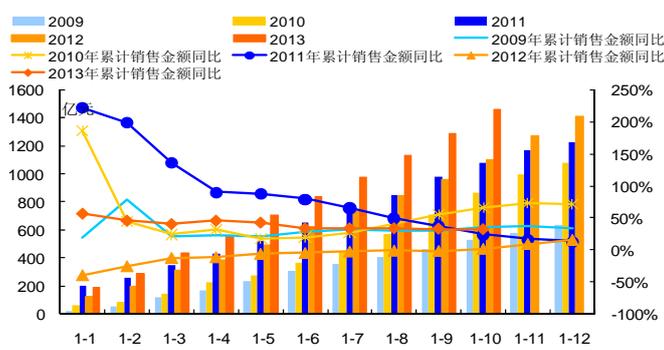


图 8：万科累计销售金额各年同期比较



数据来源：上市公司公告，中投证券研究总部

表 1: 公司 13 年 10 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)	
<b>1-9 月合计</b>			<b>883.4</b>	<b>2496.4</b>	<b>1935.8</b>	<b>625.8</b>	<b>3233</b>	
1	广州市花都花山项目	广州	50%	12.7	27.9	14.0	4.0	2842
2	佛山金融 C 区 B21 地块	佛山	100%	3.1	13.0	13.0	5.1	3925
3	长沙先导滨江新城 B7 地块	长沙	50%	24.5	116.2	58.2	16.3	2798
4	长沙先导梅溪湖 K12/K13 地块	长沙	100%	12.9	31.2	31.1	9.6	3101
5	杭州江干景芳项目	杭州	50%	5.2	13.5	6.8	11.5	16982
6	温州龙湾黄屿 F-10 项目	温州	100%	4.6	12.8	12.9	12.0	9340
7	徐州新淮海西路 A 地块	徐州	85%	3.8	15.1	12.6	2.4	1913
8	青岛即墨东郡二期项目	青岛	55%	8.4	18.5	10.2	0.4	344
9	西安陕重厂项目	西安	100%	17.5	68.6	68.4	11.1	1615
<b>10 月合计</b>			<b>92.7</b>	<b>316.8</b>	<b>227.1</b>	<b>72.3</b>	<b>3185</b>	
<b>1-10 月合计</b>			<b>976.1</b>	<b>2813.2</b>	<b>2162.9</b>	<b>698.2</b>	<b>3228</b>	

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
<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	1182	1702	2199
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	27600	34554	43267
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	27600	34554	43267
<b>流动负债</b>	259834	331828	425353	501114	所得税	5408	7176	8984	11249
短期借款	9932	36783	69837	90066	<b>净利润</b>	15663	20424	25570	32017
应付账款	44861	44861	44861	44861	少数股东损益	3111	4140	5183	6490
其他	131024	170331	221431	265717	<b>归属母公司净利润</b>	12551	16284	20387	25527
<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	1.85	2.32
其他	794	794	794	794					
<b>负债合计</b>	296663	368658	462183	537944					
少数股东权益	18313	22453	27636	34126	<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	58010	78397	100710	营业收入	43.7%	30.0%	25.0%	22.0%
归属母公司股东权益	63826	77690	98076	120389	营业利润	33.3%	31.3%	25.2%	25.2%
<b>负债和股东权益</b>	378802	468800	587895	692459	归属于母公司净利润	30.4%	29.7%	25.2%	25.2%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率	36.6%	37.0%	37.0%	36.0%
					净利率	12.2%	12.1%	12.2%	12.5%
					ROE	19.7%	21.0%	20.8%	21.2%
					ROIC	24.1%	23.4%	21.9%	23.1%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	78.3%	78.6%	78.6%	77.7%
					净负债比率				
					流动比率	1.40	1.37	1.35	1.35
					速动比率	0.41	0.36	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	1.85	2.32
					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	7.07	8.92	10.95
					<b>估值比率</b>				
					P/E	7.95	6.12	4.89	3.91
					P/B	1.56	1.28	1.02	0.83
					EV/EBITDA	6	4	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
2013-10-29	《万科 A-净利增两成，房价上涨毛利将回升》
2013-10-9	《万科 A-销售稳步增长，持续积极拓展》
2013-9-4	《万科 A-成交向好，环比持续增长》
2013-8-7	《万科 A-积极扩张，持续增长，有望受益融资放开》
2013-7-4	《万科 A-成交平稳，售价回升增强盈利能力》
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》

## 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