

万科A (000002)

房地产开发/房地产

发布时间: 2012-08-07

报告类型 / 公司动态报告

推荐

上次评级: 推荐

万科 A2012 年中报点评

下半年将会好于上半年

报告摘要:

1、背景情况: 2012 年 8 月 7 日, 万科公布了 2012 年中期财务报告。2012 年上半年, 公司实现营业收入和净利润分别为 307.23 亿元和 37.25 亿元, 比上年同期分别增长 53.70%和 25.09%。每股收益为 0.34 元, 每股净资产达到 5.01 元。

2、点评:

2.1. 上半年公司的销售情况逐月好转, 销售量指标领先于行业平均水平。由于公司全年新推盘量释放主要在下半年进行, 预计下半年公司的销售情况将会好于上半年, 全年销售金额同比实现 10%以上的增长是可以预期的。

2.2. 上半年已实现新开工面积仅占全年计划的 35.2%, 并低于上半年实现的销售面积。预计公司下半年会加大新开工的力度, 有望实现全年新开工面积计划, 并为未来 2 年的销售增长打下资源基础。

2.3. 公司新增土地储备自 2011 年来逐步萎缩, 而市场销售情况却维持较好的水平。截至 6 月底, 公司尚未开工的权益规划建筑面积已经连续 18 个月低于 2010 年底的水平。但公司在减少了土地储备支出的同时, 也积累起足够的现金储备, 为将来再度实现扩张做好充分的准备。

2.4. 上半年公司房地产业务毛利率为 37.26%, 比上年同期和 2011 年全年水平有所下降, 未来 1-2 年公司的毛利率水平下降是可以预期的。

2.5. 2012 年上半年公司已经连续 3 年以上保持经营性和投资性现金之和为净流入状态。这表明公司实现的是有质量的增长, 财务状况非常稳健。

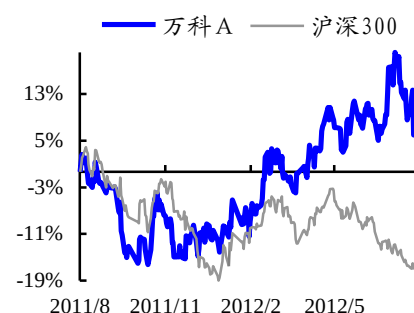
2.6. 我们对公司未来 3 年的业绩预测为: 2012 年每股收益为 1.12 元; 2013 年每股收益为 1.37 元; 2014 年每股收益为 1.58 元, 并维持推荐评级。

2.7. 风险提示: 房地产宏观调控的力度和时间超出预期或者公司业绩结算的不均衡, 都会使我们的业绩预测不达预期, 提醒投资者注意投资风险。

股票数据 2012-8-6

收盘价(元)	8.76
12 个月股价区间(元)	6.88 ~ 9.95
总市值(百万元)	96,318
总股本(百万股)	10,995
A 股(百万股)	9,680
B 股/H 股(百万股)	1,315/0
日均成交量(百万股)	64

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	-9%	-4%	9%
相对收益	-6%	9%	26%

相关报告

《万科 2012 年 7 月销售数据点评》	2012-8-06
《万科 2012 年 6 月销售数据点评》	2012-7-05
《万科 5 月销售数据点评》	2012-6-05
《万科 4 月销售数据点评》	2012-5-07

证券分析师: 高建

执业证书编号: S0550511020011
(021)20361169 gaoj@nesc.cn

财务摘要(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	50,714	71,783	97,800	117,360	134,964
(+/-)%	4%	42%	36%	20%	15%
净利润	8,840	11,600	16,024	19,501	22,518
(+/-)%	37%	32%	28%	22%	15%
每股收益(元)	0.66	0.88	1.12	1.37	1.58
市盈率	13.9	10.5	8.2	6.8	5.8
市净率	2.29	1.91	1.62	1.34	1.12
净资产收益率(%)	16.5%	18.2%	19.7%	19.9%	19.2%
股息收益率(%)	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
总股本(百万股)	10995	10995	10995	10995	10995

1. 背景情况

2012年8月7日，万科公布了2012年中期财务报告。2012年上半年，公司实现营业收入和净利润分别为307.23亿元和37.25亿元，比上年同期分别增长53.70%和25.09%。每股收益为0.34元，每股净资产达到5.01元，全面摊薄净资产收益率6.76%，较去年同期6.44%的水平略有提高。

1. 点评

2.1. 销售情况逐月好转，预计下半年将会好于上半年

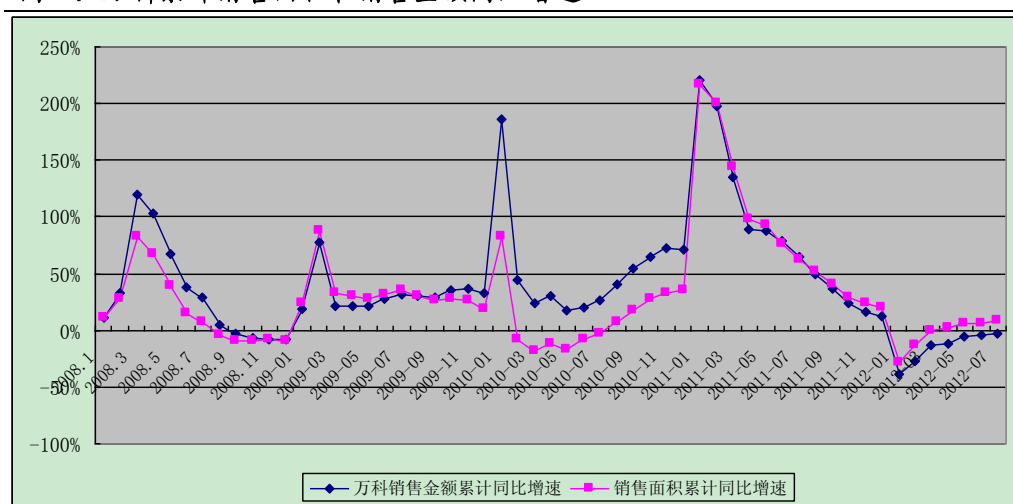
上半年公司的销售情况逐月好转，销售量指标领先于行业平均水平。上半年公司实现销售面积602.5万平方米，销售金额625.4亿元，同比分别增长6.5%和-4.7%，而1-6月全国商品房销售面积和销售金额增速分别为-10%和-5.2%，说明万科在以价换量方面走在市场的前面，公司较强的快速周转能力在行业调整期得到显现。由于公司全年新推盘量释放主要在下半年进行，预计下半年公司的销售情况将会好于上半年，全年销售金额同比实现10%以上的增长是可以预期的。

表 1: 万科销售面积和销售金额情况

年份	销售面积(万 m ²)	增幅	销售金额(亿)	增幅
2007	613.7	90%	523.6	147%
2008	557	-9.24%	478.7	-8.58%
2009	663.6	19.2%	634.2	32.5%
2010 中	320.2	-8.2%	367.7	19.5%
2010	898	35.3%	1082	70.6%
2011 中	565.5	76.7%	656.5	78.6%
2011	1075.3	19.8%	1215.4	12.4%
2012 中	602.5	6.5	625.4	-4.7%

数据来源：东北证券

图 1: 万科累计销售面积和销售金额同比增速



数据来源：东北证券，Wind

2.2. 上半年新开工面积大幅萎缩，下半年预计开始放量

年初公司预计现有项目的全年新开工面积为1328万平方米，截至6月底，已实现开工面积仅为468万平方米，占全年计划的35.2%，并低于上半年实现的销售面积602.5万平方米。由于上半年市场销售情况良好，预计公司下半年会加大新开工的力度，

有望实现全年新开工面积计划，并为未来 2 年的销售增长打下资源基础。

表 2: 万科近年新开工面积及竣工面积

名称	新开工面积(万 m ²)	增幅	竣工面积(万 m ²)	增幅
2007	776.7	55%	445.3	36%
2008	523.3	-27%	529.4	19%
2009	561	7.2%	536	1.3%
2010	1248	122%	442	-17.5%
2011	1448	16.03%	659	49.1%
2012 中	468	-38.34%	244	128%

数据来源：东北证券

2.3. 公司新增土地储备情况:

2012 年上半年，万科新拓展土地储备项目 14 个（含城市更新改造项目），项目规划建筑面积合计约 338 万平方米，按万科权益计算的建筑面积合计 213 万平方米。2012 年来，公司新增土地储备逐步萎缩，而市场销售情况却维持较好的水平。截至 2012 年 6 月底，公司拥有的尚未开工的权益规划建筑面积为 3435 万平方米，已经连续 18 个月低于 2010 年底的水平，按 2012 年全年计划新开工面积 1328 万平方米计算，能够满足未来 2-3 年开发所需。公司在减少了土地储备支出的同时，也积累起足够的现金储备，为将来再度实现扩张做好充分的准备，

表 3: 万科近几年新拓展项目情况

年份	新项目数量(个)	新项目可建权益面积(万 m ²)
2007	54	934
2008	28	465
2009	28	1036
2010 中	38	893
2010	87	2215
2011 中	26	584
2011	58	1149
2012 中	14	213

数据来源：东北证券

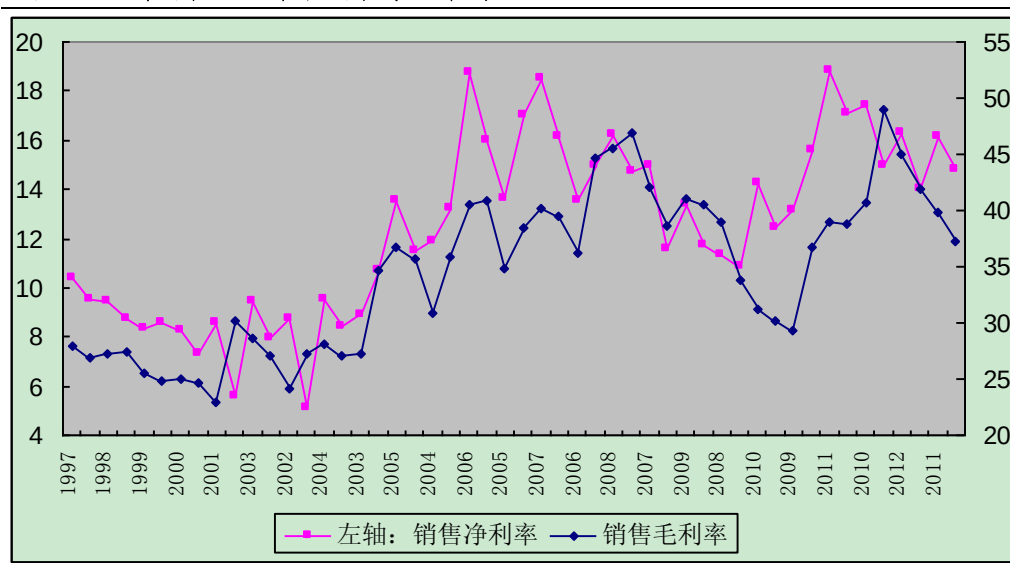
2.4. 当期财务数据对比分析

从毛利率水平来看，上半年公司房地产业务毛利率为 37.26%，比上年同期和 2011 年全年水平有所下降，符合我们的预期。由于 2010 和 2011 年土地价格快速上涨，而近 2 年受宏观调控的影响，房价也基本停滞不前，甚至有所下调，故未来 1-2 年公司的毛利率水平下降是可以预期的。

期末，公司预收账款为 1308 亿元，较年初余额增加了 197 亿元，增幅近 18%，已经大幅超出我们预测的 2012 年全年的结算收入水平，为公司未来业绩平稳增长奠定了坚实的基础。

期末，公司持有货币资金 470 亿元，相比一季度末提高 37%，远高于短期借款和一年内到期的非流动负债之和 203 亿元。受益于此前的谨慎投资策略以及优于市场整体的销售情况，公司依然保持了良好的财务状况，公司的资金实力进一步增强。

图 2: 万科销售毛利率和销售净利率情况



数据来源: 东北证券, Wind

2.5.公司现金流分析:

2012 年上半年公司的经营性现金净流量表现为净流入 28.20 亿元, 已经连续 3 年以上保持经营性和投资性现金之和为净流入状态。这表明公司实现的是有质量的增长, 财务状况非常稳健。

表 4: 万科现金流情况

单位: 亿元

名称	经营现金净流入	投资性现金净流入	净利润
2007	-104.38	-46	48.44
2008	-0.34	-28.44	40.33
2009	92.53	-41.9	53.3
2010	22.37	27	72.8
2011	38.26	-31.08	29.78
2012 中	28.2	-8.6	37.25

数据来源: 东北证券

2.6.盈利预测及投资评级:

我们对公司未来 3 年的业绩预测为: 2012 年每股收益为 1.12 元; 2013 年每股收益为 1.37 元; 2014 年每股收益为 1.58 元, 并维持推荐评级。

2.7.风险提示:

房地产宏观调控的力度和时间超出预期或者公司业绩结算的不均衡, 都会使我们的业绩预测不达预期, 提醒投资者注意投资风险。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	34,240	48,891	58,820	66,310	净利润	11,478	16,151	19,621	22,646
交易性金融资产	0	48,891	58,820	66,310	资产减值准备	137	134	143	156
应收款项	1,515	2,471	2,597	3,128	折旧及摊销	-16,563	-18,090	-17,218	-6,671
存货	208,335	247,439	291,581	323,707	公允价值变动损失	-260	336	-119	-204
其他流动资产	0	0	0	0	财务费用	-5,208	-1,468	2,426	15,926
流动资产合计	282,647	345,690	412,103	457,437	投资损失	3,389	-1,160	4,903	18,610
可供出售金融资产	441	0	0	0	运营资本变动	-5,653	518	-400	-514
长期投资净额	7,994	8,193	8,894	9,664	其他				
固定资产	1,596	1,706	1,823	2,024	经营活动净现金流量	3,389	-1,160	4,903	18,610
无形资产	435	496	557	618	投资活动净现金流量	-5,653	518	-400	-514
商誉	0	0	0	0	融资活动净现金流量	807	15,294	5,426	-10,605
非流动资产合计	13,562	13,599	14,542	15,611	企业自由现金流	-3,719	14,009	14,431	25,586
资产总计	296,208	359,289	426,645	473,047					
短期借款	1,724	14,329	24,007	22,257	财务与估值指标				
应付款项	29,746	37,548	43,377	50,691		2011A	2012E	2013E	2014E
预收款项	111,102	131,000	151,000	166,000	每股指标				
一年内到期的非流动负债	21,846	16,780	17,852	18,823	每股收益 (元)	0.88	1.12	1.37	1.58
流动负债合计	200,724	240,855	290,908	321,342	每股净资产 (元)	4.82	5.69	6.86	8.23
长期借款	20,972	31,472	31,472	32,972	每股经营性现金流量 (元)	0.31	-0.11	0.45	1.69
其他长期负债	50	0	0	0	成长性指标				
长期负债合计	880	0	0	0	营业收入增长率	41.5%	36.2%	20.0%	15.0%
负债合计	228,376	278,178	328,231	354,314	净利润增长率	32.2%	28.2%	21.7%	15.5%
归属于母公司股东权益合计	52,968	62,561	75,378	90,518	盈利能力指标				
少数股东权益	14,865	18,550	23,036	28,215	毛利率	39.8%	37.0%	36.5%	36.0%
负债和股东权益总计	296,208	359,289	426,645	473,047	净利率	13.4%	12.6%	12.8%	12.8%
					运营效率指标				
利润表 (百万元)					应收账款周转率 (次)	8	7	8	8
	2011A	2012E	2013E	2014E	存货周转率 (次)	1442	1350	1320	1300
营业收入	71,783	97,800	117,360	134,964	偿债能力指标				
营业成本	43,228	61,614	74,524	86,377	资产负债率	77.1%	77.4%	76.9%	74.9%
营业税金及附加	7,779	9,291	10,914	12,147	流动比率	1.41	1.44	1.42	1.42
资产减值损失	64.63	0.00	0.00	0.00	速动比率	0.37	0.41	0.41	0.42
销售费用	2,557	2,660	2,860	3,146	费用率指标				
管理费用	2,578	2,700	2,900	3,100	销售费用率	3.6%	2.7%	2.4%	2.3%
财务费用	510	550	580	630	管理费用率	3.6%	2.8%	2.5%	2.3%
公允价值变动净收益	-3	0	0	0	财务费用率	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%
投资净收益	700	380	420	460	分红指标				
营业利润	15,763	21,365	26,002	30,024	分红比例				
营业外收支净额	42.67	0.00	0.00	0.00	股息收益率	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
利润总额	15,806	21,365	26,002	30,024	估值指标				
所得税	4,206	5,341	6,500	7,506	P/E (倍)	10.53	8.22	6.75	5.85
净利润	11,600	16,024	19,501	22,518	P/B (倍)	1.91	1.62	1.34	1.12
归属于母公司净利润	9,625	12,338	15,016	17,339	P/S (倍)	1.41	1.04	0.86	0.75
少数股东损益	1,975	3,685	4,485	5,179	净资产收益率	18.2%	19.7%	19.9%	19.2%

资料来源：东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760