



分析师

苏绪盛 021-61683503
执业证书编号 S1070512100002

联系人

梁昕 0755-83558761
从业证书编号 S1070112070057

投资评级：强烈推荐（维持）

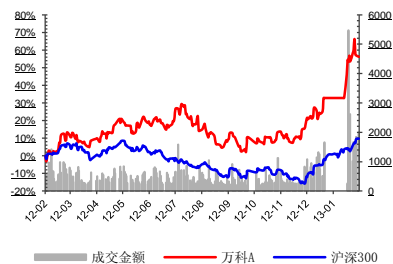
市场数据

目前股价	11.9
总市值（亿元）	1,310
流通市值（亿元）	1,150
总股本（万股）	1,099,521
流通股本（万股）	966,203
12个月最高/最低	7.27/12.75

公司盈利预测

	2011A	2012E	2013E
营业收入	71,783	90,818	114,420
(+/-%)	42%	27%	26%
净利润	9,624	11,319	13,361
(+/-%)	32%	17%	18%
摊薄 EPS	0.88	1.03	1.22
PE	13.5	11.6	9.8

股价表现



数据来源：Wind 资讯

开年销售强势，扩张积极乐观

——万科 A(000002)1 月销售数据点评

投资建议：

维持公司 12-14 年 EPS 1.03 元、1.22 元、1.54 元的盈利预测，当前股价分别对应 11.6X、9.8X、7.7X PE，公司作为行业龙头和标杆企业，业绩确定，增长稳定，财务稳健，有望成为行业的整合者，维持“强烈推荐”评级。

要点：

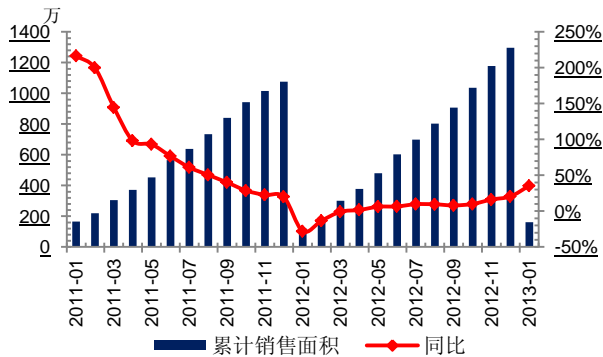
- **节前销售依然强势。**1 月公司实现销售面积 161.8 万平方米，环比上涨 39%；销售金额 190.7 亿元，延续了 12 年 5 月以来单月销售过百亿的趋势，环比上月上涨 36%。虽处春节前夕，但推盘及销售热度不减，与楼市 1 月整体成交活跃的状态相符。且鉴于去年春节在 1 月份，春节因素导致销售大幅回落，今年 1 月销售面积及金额分别同比大幅增加 36%和 56%。同理，预计 2 月份销售同比将有所下滑。
- **销售均价环比下降 2%。**销售均价 11786 元/平米，较 12 年全年均价上涨了 8%，环比 12 月下跌了 2%。从全国楼市整体来看，1 月份百城房价上涨 1%且结构性因素较为明显，一线城市房价涨幅高于二、三线城市，且楼盘间差异较大、涨跌互现。公司二、三线城市销售占比较高，推盘结构因素致使 1 月销售均价环比下滑。
- **开年拿地积极。**1 月新增 8 个项目。获取土地面积权益建筑面积 256 万平方米，约为去年同期的 17 倍，开年较为果断积极地拿地反映了公司对未来行业及公司扩张较为乐观的态度，亦为未来发展奠定了基础。平均楼盘价约 3108 元/平米，较 12 年均值上浮 5%，尚处合理水平。新增项目中，位于一线城市的项目 2 个、二三线城市 6 个；新增权益建筑面积分别为 15 万平方米、241 万平方米，持续加快二、三线城市布局。
- **风险提示：**（1）公司销售和结转低于我们预期。（2）房价调整幅度高于预期，导致毛利降幅高于预期。（3）政策风险。

表 1: 公司 1 月新增项目概览

城市	项目	权益	占地面积 (万平方米)	容积率	计容建面 (万平方米)	权益建面 (万平方米)	权益地价 (亿元)	楼面地价 (元)
东莞	东莞莞城旗峰路项目	100%	5.40	4.00	21.55	21.55	3.82	1773
深圳	深圳八意府项目	100%	2.89	3.98	11.50	11.50	12.65	11000
合肥	合肥庐阳森林公园项目	100%	51.60	2.70	139.50	139.50	33.03	2368
南京	南京南站东路 3-5-7 号地块	100%	4.50	2.96	13.30	13.30	8.71	6549
烟台	烟台梁家村项目	51%	33.20	1.85	61.50	31.37	6.13	1954
天津	天津解放南路项目	80%	6.20	2.00	12.40	9.92	6.99	7046
天津	天津张家窝项目	51%	41.00	1.20	50.00	25.50	4.58	1796
北京	北京长阳西站上林湾项目	51%	6.10	1.20	7.20	3.67	3.07	8361
合计		81%	150.89	2.10	316.95	256.31	78.98	3081

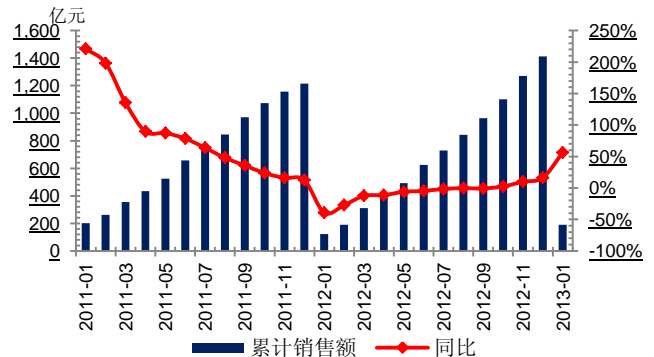
数据来源: 公司公告, 长城证券研究所。

图 1: 公司累计销售面积及同比增速



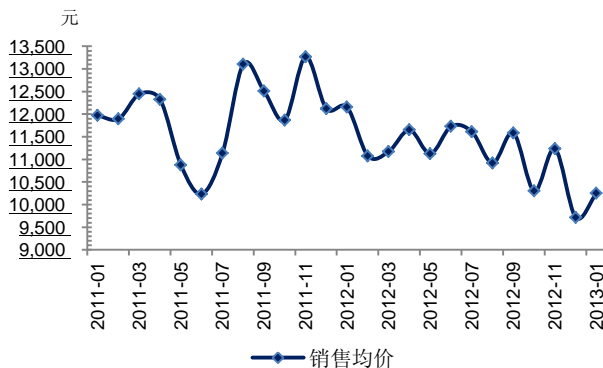
数据来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 1: 公司累计销售额及同比增速



数据来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 3: 公司销售均价变化情况



数据来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 4: 公司新增项目平均楼面地价



数据来源: 公司公告, 长城证券研究所

附表: 盈利预测表

利润表 (百万)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	50,713.85	71,782.75	90,817.97	114,419.84	131,437.42
营业成本	30,073.50	43,228.16	57,429.41	74,626.78	84,736.68
销售费用	504.23	509.81	544.91	686.52	788.62
管理费用	2,079.09	2,556.78	3,541.90	4,233.53	4,600.31
财务费用	1,846.37	2,578.21	2,996.99	4,004.69	3,943.12
投资净收益	777.93	699.72	817.36	1,029.78	923.57
营业利润	11,894.89	15,763.22	18,183.89	21,462.80	27,155.34
营业外收支	45.87	42.67	0.00	0.00	0.00
利润总额	11,940.75	15,805.88	18,183.89	21,462.80	27,155.34
所得税	3,101.14	4,206.28	4,545.97	5,365.70	6,788.84
少数股东损益	1,556.48	1,974.73	2,318.45	2,736.51	3,462.31
归属于母公司净利润	7,283.13	9,624.88	11,319.47	13,360.59	16,904.20

资产负债表

(百万)

流动资产	205,520.73	282,646.65	235,547.87	294,844.42	415,334.62
货币资金	37,816.93	34,239.51	71,994.39	68,179.74	26,287.48
应收账款	1,594.02	1,514.81	1,816.36	2,288.40	2,628.75
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
存货	133,333.46	208,335.49	126,344.71	164,178.92	296,578.39
非流动资产	1,983.86	2,301.42	2,563.33	3,019.82	18,591.16
固定资产	1,983.86	2,301.42	2,563.33	3,019.82	18,591.16
资产总计	215,637.55	296,208.44	251,270.10	313,500.04	449,532.18
流动负债	129,650.79	200,724.16	135,520.80	174,179.91	290,776.63
短期借款	1,478.00	1,724.45	2,424.45	3,024.45	3,224.45
应付款项	16,923.78	29,777.06	39,517.86	51,351.58	58,308.32
非流动负债	24,790.50	20,971.96	28,971.96	37,971.96	38,971.96
长期借款	24,790.50	20,971.96	28,971.96	37,971.96	38,971.96
负债合计	161,051.35	228,375.90	171,092.76	218,751.87	336,348.59
股东权益	54,586.20	67,832.54	80,177.35	94,748.17	113,183.58
股本	10,995.21	10,995.21	10,995.21	10,995.21	10,995.21
留存收益	33,237.47	41,972.58	51,998.95	63,833.26	78,806.37
少数股东权益	10,353.52	14,864.74	17,183.19	19,919.70	23,382.00
负债和权益总计	215,637.55	296,208.44	251,270.10	313,500.04	449,532.18

现金流量表

(百万)

经营活动现金流	2,237.26	3,389.42	32,634.84	-8,809.94	-51,875.08
其中营运资本减少	919.58	-9,876.42	18,950.29	-25,052.07	-72,718.44
投资活动现金流	-2,191.66	-5,652.57	-2,286.86	-3,078.43	-16,018.78
其中资本支出	-575.58	-355.80	-358.91	-572.10	-16,018.78
融资活动现金流	13,024.53	806.86	7,406.89	8,073.72	-731.09
净现金总变化	13,094.16	-1,482.82	37,754.87	-3,814.65	-68,624.95

主要财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
成长性					
营业收入增长	3.7%	41.5%	26.5%	26.0%	14.9%
营业成本增长	-12.9%	43.7%	32.9%	29.9%	13.5%
营业利润增长	37.0%	32.5%	15.4%	18.0%	26.5%
利润总额增长	38.6%	32.4%	15.0%	18.0%	26.5%
净利润增长	36.7%	32.2%	17.6%	18.0%	26.5%
盈利能力					
毛利率	40.7%	39.8%	36.8%	34.8%	35.5%
销售净利率	14.4%	13.4%	12.5%	11.7%	12.9%
ROE	13.3%	14.2%	14.1%	14.1%	14.9%
ROIC	18.4%	22.6%	28.6%	31.4%	18.9%
营运效率					
销售费用/营业收入	4.1%	3.6%	3.9%	3.7%	3.5%
管理费用/营业收入	3.6%	3.6%	3.3%	3.5%	3.0%
财务费用/营业收入	1.0%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
投资收益/营业利润	6.5%	4.4%	4.5%	4.8%	3.4%
所得税/利润总额	26.0%	26.6%	25.0%	25.0%	25.0%
应收账款周转率	43.96	46.18	52.94	52.84	50.66
存货周转率	0.27	0.25	0.26	0.28	0.27
流动资产周转率	0.30	0.29	0.31	0.34	0.32
总资产周转率	0.29	0.28	0.30	0.33	0.31
偿债能力					
资产负债率	74.7%	77.1%	68.1%	69.8%	74.8%
流动比率	1.59	1.41	1.74	1.69	1.43
速动比率	0.56	0.37	0.81	0.75	0.41
每股指标 (元)					
EPS	0.66	0.88	1.03	1.22	1.54
每股净资产	4.02	4.82	5.73	6.81	8.17
每股经营现金流	0.20	0.31	2.97	-0.80	-4.72
每股经营现金/EPS	0.3	0.4	2.9	-0.7	-3.1

估值	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
PE	18.0	13.6	11.6	9.8	7.7
PEG	0.73	0.77	-	-	-
PB	3.0	2.5	2.1	1.7	1.5
EV/EBITDA	14.61	10.15	11.84	12.02	10.83
EV/SALES	3.23	2.23	3.02	2.82	2.62
EV/IC	3.63	2.83	1.45	1.32	1.24
ROIC/WACC	1.40	1.72	0.92	0.61	0.60
REP	2.59	1.65	1.56	2.17	2.07

研究员介绍及承诺:

苏绪盛: 经济学硕士，三年国有上市房地产公司投资管理经验，2010年加入长城证券，任房地产行业研究员。

梁昕: 中山大学经济学硕士，2012年加入长城证券，任房地产行业研究助理。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经授权的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上;
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间;
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com
王 涛: 0755-83516217, 13808859088, wangt@cgws.com
陈方园: 0755-83516287, 18607195599, chenfy@cgws.com
陈尚峰: 0755-83515203, 13826520778, chensf@cgws.com

北京联系人

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
杨 洁: 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李彦仪: 010-88366060-8750, 18611670060, lyany@cgws.com
安雅泽: 010-88366060-8768, 18600232070, ayz@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com
陈 韵: 021-61680389, 15821566166, chenyun@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686
上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼
邮编: 200135 传真: 021-61680357
网址: <http://www.cgws.com>