

万科A (000002)
强烈推荐
行业：房地产开发

计划完成率居前3甲，估值空间提升大

投资要点：

- **10月销售回暖：**实现销售面积190.6万方，销售金额220.9亿元，销售金额环比增12.8%。1~10月份销售面积1454.4万方，销售金额1711.4亿元，同比去年增长14.8%和17.3%。**销售金额完成年度计划的85.57%，完成率在海内外中国房企中名列前三甲。**10月拿地略有增长，分别在深圳、广州、合肥、重庆等4地拿地4块，权益建面102.88万方，须支付地价款57.89亿元，楼面均价5627元/方。
- **结算集中年底，业绩符合预期。**1-9月实现营业收入631.40亿元，同比降0.43%；净利润64.58亿元，同比增4.84%；EPS0.586元，同比增4.78%。三季度营业收入221.78亿元，同比增0.69%；净利润16.49亿元，同比增2.8%；EPS0.15元，同比增2.74%。1-9月实现销售面积1263.8万方，销售金额1490.6亿元，同比增15%和16%。三季度实现销售面积406.2万方，销售金额481.50亿元，同比增15.8%和7.4%，环比增9.0%和3.1%。三季度：竣工661.6万方，是全年计划量的44.7%，较去年同期降5.8个百分点，四季度竣工量将加速；新开工面积1367.2万方，全年计划的61%。
- **“轻资产、重运营”的小股操盘盈利增长迅猛，拿地谨慎，负债合理。**前三季投资收益16.3亿元，较上半年增长3.2亿元，较去年增216%。截止目前总土地储备达3982万方，保证2-3年开发需求。尚余1903万方已售未结资源，金额2193.7亿元，较年初增长32.4%和35.1%。剔除预收款后负债率41.3%。净负债率26.2%，较13年底降4.4个百分点。账面现金487.4亿元，较年初增43.8亿元。
- **“930”新政持续刺激市场，公司10月销售金额环比增12.8%，印证了公司认为10月是市场的转折点，4季度将较3季度明显好转，成交同环比好转的判断。**公司领行业先河，积极推进“小股操盘”、“合伙人制”、全员营销、与百度、淘宝及腾讯合作等销售业绩再次领先。**万科4季度月均200亿以上的推盘，完成年初我们预计增长+15%无疑，并有望实现销售2050亿元（+20%）。**
- **房地产行业持续去行政化，我们预计近期二手房营业税也将全面放松，明年1季度一线城市也有持续放松的政策调整空间。**利好刚需与改善住房为主的万科。作为战略调整最快最彻底的龙头，通过管理再造，合伙人持股，极大地激发了全员营销，伴随着“城市配套服务商领跑者”、物流地产新蓝海、社区“云服务”以及经纪人平台等等的落实，公司龙头竞争优势将保持。前季度公司合伙人、工会以及股权激励行权共持有公司4507万余股，占总股本3.93%，阻止了野蛮人敲门。维持14-16年EPS1.63、1.86和2.24元，对应PE为6/5/4倍，投资价值凸显。**在行业走出低谷，沪港通背景下，公司估值提升空间大，维持6-12月目标价12.6元，再次“推荐”。**

主要财务指标

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	135419	159794	191753	224351
同比(%)	31%	18%	20%	17%
归属母公司净利润	15119	18004	20495	24668
同比(%)	20%	19%	14%	20%
毛利率(%)	31.5%	33.0%	32.0%	32.0%
ROE(%)	19.7%	20.0%	19.1%	19.2%
每股收益(元)	1.37	1.63	1.86	2.24
P/E	6.90	5.79	5.09	4.23
P/B	1.36	1.16	0.97	0.81
EV/EBITDA	5	4	4	3

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名人：李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@china-invs.cn

6-12个月目标价： 12.6

当前股价： 9.40

评级调整： 上调

基本资料

总股本(百万股)	11,015
流通股本(百万股)	9,672
总市值(亿元)	1,024
流通市值(亿元)	899
成交量(百万股)	88.45
成交额(百万元)	830.07

股价表现



相关报告

- 《“事业合伙人”增持公司，在行业萧瑟中绽放缕缕阳光》2014-05-28
- 《万科A单月销售略降，平稳增长可期》2014-05-05
- 《万科A000002-“小股操盘”、“合伙人制”、低成本融资下稳定增长》2014-03-18

风险提示：调控政策放松对市场和公司的影响尚需观察，需要时间逐步消化。

附：公司14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

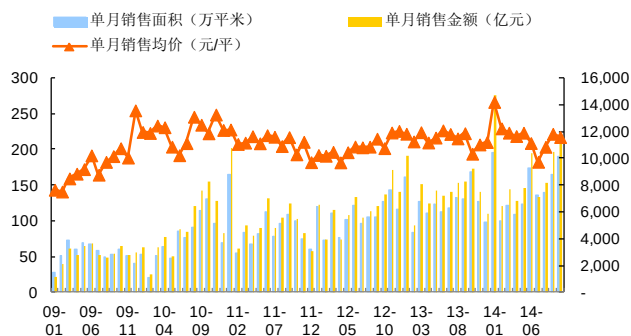


图 2：万科月度销售均价与累计销售均价

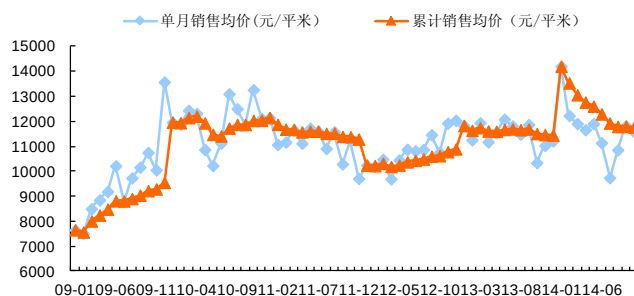


图 3：万科各年月度销售均价

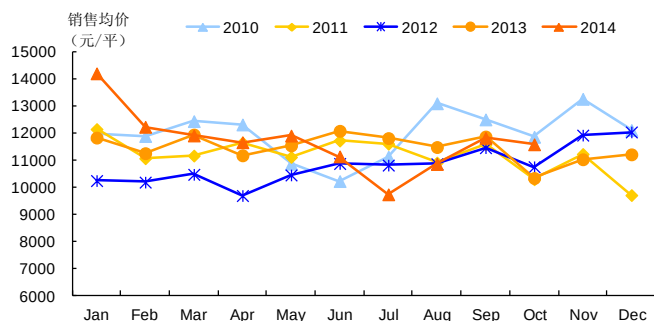


图 4：万科各年累计销售均价

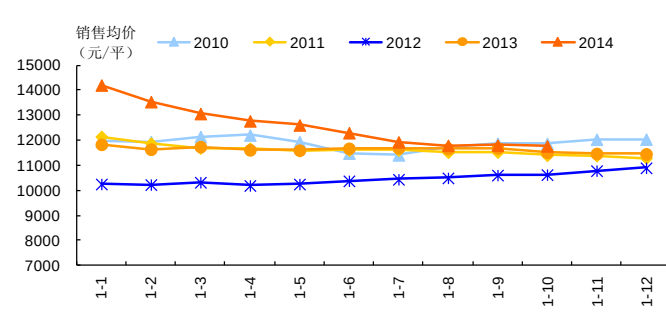


图 5：万科各年月度销售面积

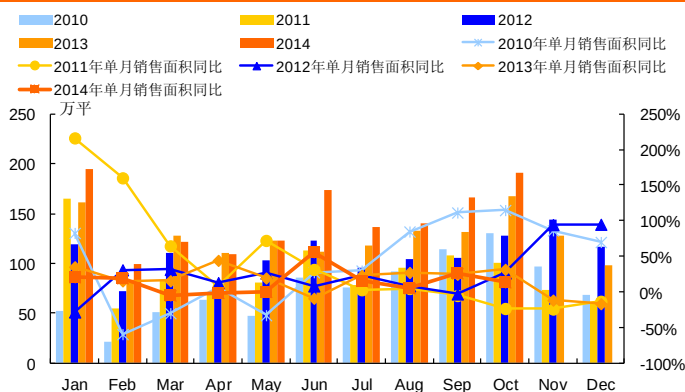


图 6：万科各年月度销售金额

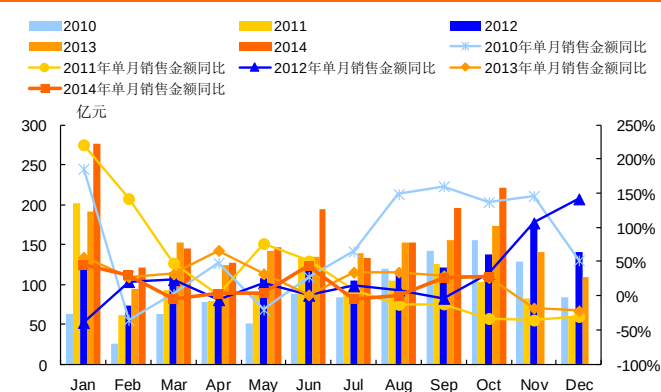


图 7：万科各年累计销售面积

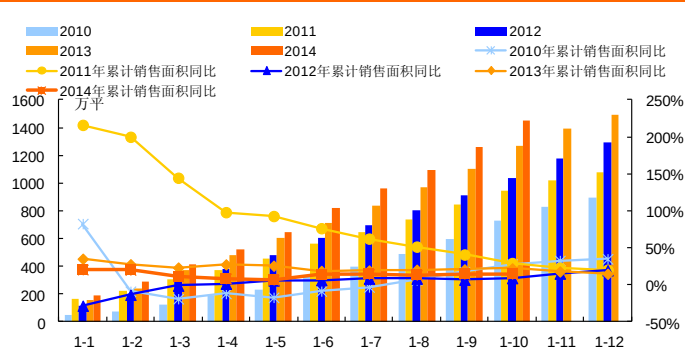
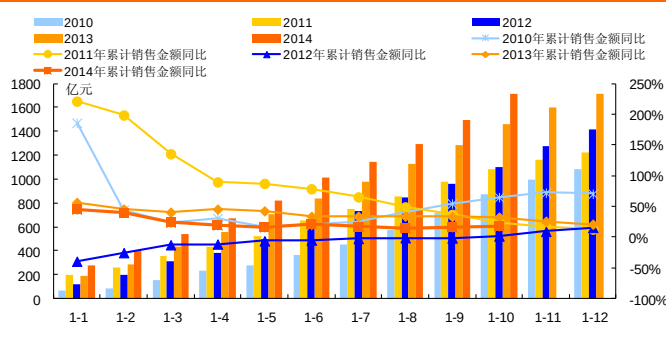


图 8：万科累计销售金额各年同期比较



数据来源：上市公司公告，中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

表：2014 年 10 月拿地情况

项目	所处城市	公司权益	占地 面积(万方)	计容积率建 面(万方)	权益面积 (万方)	需支付交易 价款(亿元)	楼面地价 (元/平)
1 紫悦山项目	深圳	70%	3.0	11.4	11.4	8.0	1303.3
2 天河软件园二期项目	广州	100%	4.0	35.7	35.7	35.7	7479.0
3 庐阳区周湾项目	合肥	100%	2.8	42.4	42.4	42.4	6002.4
4 高新区高九路项目	重庆	100%	2.4	16.8	16.8	16.8	2797.6
1-10 月合计				739.5	741.9	516.7	3836.4

数据来源：上市公司公告，中投证券研究总部

附：公司 2014 年 3 季报财务与经营等指标

图 1：经营情况

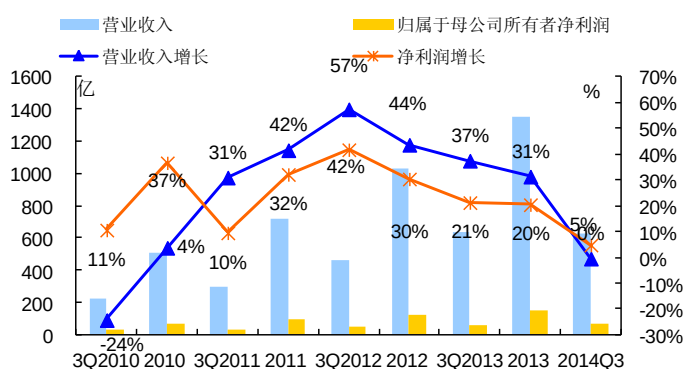


图 2：EPS 和 ROE

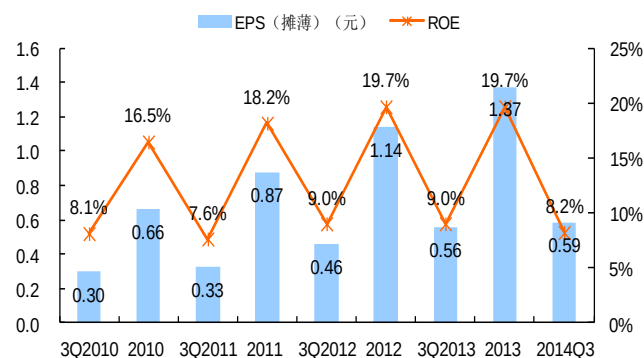


图 3：综合毛利率和净利率

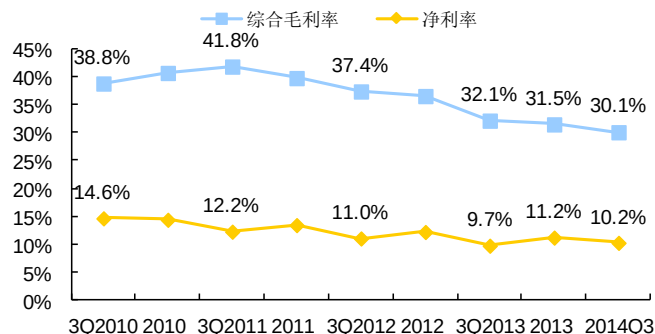


图 4：三费水平

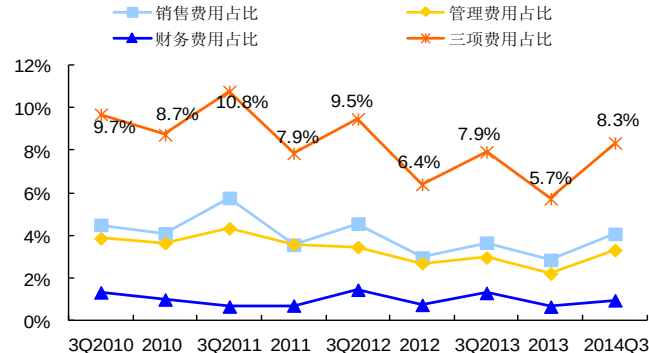


图 5：货币资金与短期负债

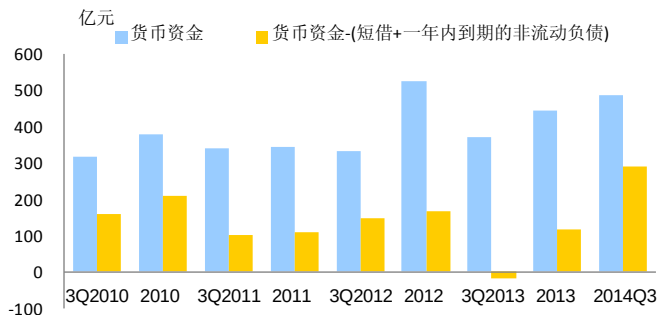
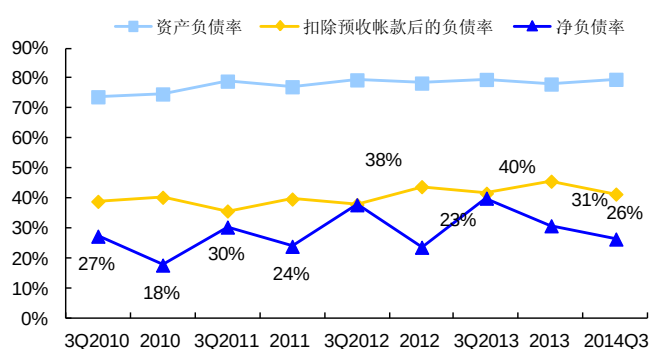


图 6：负债水平



数据来源：公司公告，中投证券研究总部

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	442047	517506	594332	690731
现金	44365	52732	65120	93245
应收账款	3079	2821	4303	4032
其它应收款	34815	35181	35181	35181
预付账款	28654	28654	28654	28654
存货	331133	398118	461073	529618
其他	0	0	1	2
非流动资产	37159	31910	31743	31575
长期投资	10637	10637	10637	10637
固定资产	2130	1967	1803	1640
无形资产	430	430	430	430
其他	23961	18876	18872	18867
资产总计	479205	549416	626074	722306
流动负债	328922	380466	432481	498379
短期借款	5103	16140	5332	5563
应付账款	63958	63958	63958	63958
其他	155518	194398	242997	291596
非流动负债	44844	44844	44844	44844
长期借款	36683	36683	36683	36683
其他	8161	8161	8161	8161
负债合计	373766	425310	477325	543223
少数股东权益	28543	34229	41682	50652
股本	11015	11015	11015	11015
资本公积	8532	8532	8532	8532
留存收益	56842	70330	87520	108884
归属母公司股东权益	76896	89877	107068	128431
负债和股东权益	479205	549416	626074	722306

现金流量表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	1924	1293	24554	27665
净利润	18298	23689	27948	33638
折旧摊销	179	189	189	189
财务费用	892	427	-917	-2452
投资损失	-1005	-1005	-1055	-1108
营运资金变动	-16008	-26178	-1610	-2602
其它	-432	4171	0	0
投资活动现金流	-7954	979	1029	1081
资本支出	2439	0	0	0
长期投资	-5808	0	0	0
其他	-11323	979	1029	1081
筹资活动现金流	-2058	6094	-13195	-622
短期借款	-4830	11037	-10807	230
长期借款	647	0	0	0
普通股增加	19	0	0	0
资本公积增加	-152	0	0	0
其他	2257	-4944	-2387	-852
现金净增加额	-8116	8367	12388	28125

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	13541	15979	19175	22435
营业成本	92798	10706	13039	15255
营业税金及附加	11545	13623	16348	19127
营业费用	3865	4554	5465	6394
管理费用	3003	3547	4257	4981
财务费用	892	427	-917	-2452
资产减值损失	60	0	0	0
公允价值变动收益	-1	0	0	0
投资净收益	1005	1005	1055	1108
营业利润	24261	31585	37264	44851
营业外收入	119	0	0	0
营业外支出	89	0	0	0
利润总额	24291	31585	37264	44851
所得税	5993	7896	9316	11213
净利润	18298	23689	27948	33638
少数股东损益	3179	5685	7453	8970
归属母公司净利润	15119	18004	20495	24668
EBITDA	25332	32202	36536	42588
EPS (元)	1.37	1.63	1.86	2.24

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	31.3%	18.0%	20.0%	17.0%
营业利润	15.5%	30.2%	18.0%	20.4%
归属于母公司净利润	20.5%	19.1%	13.8%	20.4%
获利能力				
毛利率	31.5%	33.0%	32.0%	32.0%
净利率	11.2%	11.3%	10.7%	11.0%
ROE	19.7%	20.0%	19.1%	19.2%
ROIC	23.9%	24.3%	27.3%	31.2%
偿债能力				
资产负债率	78.0%	77.4%	76.2%	75.2%
净负债比率				
流动比率	1.34	1.36	1.37	1.39
速动比率	0.34	0.31	0.31	0.32
营运能力				
总资产周转率	0.32	0.31	0.33	0.33
应收账款周转率	54	54	54	54
应付账款周转率	1.71	1.67	2.04	2.39
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.37	1.63	1.86	2.24
每股经营现金流(最新摊薄)	0.17	0.12	2.23	2.51
每股净资产(最新摊薄)	6.98	8.16	9.72	11.66
估值比率				
P/E	6.90	5.79	5.09	4.23
P/B	1.36	1.16	0.97	0.81
EV/EBITDA	5	4	4	3

相关报告

报告日期	报告标题
2014-05-28	《“事业合伙人” 增持公司，在行业萧瑟中绽放缕缕阳光》
2014-05-05	《万科 A 单月销售略降，平稳增长可期》
2014-03-18	《万科 A000002- “小股操盘”、“合伙人制”、低成本融资下稳定增长》
2014-02-10	《万科 A-签约滞后致销售激增》
2014-01-06	《万科 A-货量充足，销售将持续增长》
2013-12-05	《万科 A-持续积极扩张，奠定未来增长》
2013-11-06	《万科 A-销售已超去年全年》
2013-10-29	《万科 A-净利增两成，房价上涨毛利将回升》
2013-10-09	《万科 A-销售稳步增长，持续积极拓展》
2013-09-04	《万科 A-成交向好，环比持续增长》
2013-08-07	《万科 A-积极扩张，持续增长，有望受益融资放开》
2013-07-04	《万科 A-成交平稳，售价回升增强盈利能力》
2013-06-04	《万科 A-推盘增加，成交持续增长》
2013-05-06	《万科 A-成交同比大幅增加，大力度拓展补库存》
2013-04-22	《万科 A-毛利较去年改善，业绩持续稳增长》
2013-04-08	《万科 A-销售再创新高》
2013-03-04	《万科 A-产品定位全国刚需，受调控影响小》
2013-02-28	《万科 A- “高周转” 带动 “高增长” 》
2013-01-20	《万科-B 转 H 有利降低融资成本，提升估值》
2013-01-07	《积极扩张，奠定未来增长》
2012-12-05	《万科 A - 顺市增长，持续扩张》
2012-11-06	《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》
2012-09-05	《万科 A - 推盘增加带动销售增长》
2012-08-07	《万科 A - 高周转，稳增长，调控中优势凸显》
2012-08-05	《万科 A - 普宅 “高周转”，低成本扩张优势彰显》

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上

推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间

中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于+10%之间

回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上

中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平

看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 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,18 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、华夏幸福、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、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。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国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。

本报告基于中国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。中国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。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部 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