

## Key Call: 万科 A

### 行业风险料低于市场预期，公司仍有望快速增长

#### 行业环境或好于市场预期

万科 A 股价自 2013 年 5 月底以来下跌 37%，2014 年市盈率仅 4.5x，处在历史底部。公司股价大跌或源于投资者对住房需求和开发商资金安全的担忧。我们认为在政府追求较快经济增速、行业政策转向“分类调控”的背景下，房地产业在 2014 年将面临更好的政策环境。同时，我们认为政府支持首置首改购房的政策未变，按揭贷款不会成为制约住房需求释放的因素。因此，我们预计 2014 年商品房成交量将实现温和增长。

#### 万科 2014 年有望实现快速增长

公司 2013 年采取了积极购地和开工的行动，新增项目和新开工面积同比增长 50%/49%。我们预计公司 2014 年可售资源将增长 24%，并且其中 74% 的项目位于一二线城市。我们认为这些城市具有较好的销售环境，公司应能实现与 2013 年相似的去化率。我们预计公司 2014/15 年销售额将达到 2,100/2,500 亿元，同比增长 23%/19%；出色的销售业绩将驱动公司净利润在 2014/15/16 年上升至 188/226/269 亿元，同比增长 24%/21%/19%。

#### 国际化战略料将增强公司竞争优势

我们认为公司国际化战略包含着融资国际化和合作伙伴国际化两个元素，不断增长的海外融资将降低公司财务成本，并使公司获得在境内扩张业务的稳定资金来源。“走出去、请进来”的双向国际化策略，则可使公司借助境外领先房企的优势，顺利转型城市服务商、发展商业地产、提升精细化管理能力。

#### 估值：列入瑞银 A 股 Key Call 名单，目标价 13.60 元

我们基于 2014 年预测每股收益 1.70 元和 8.0x 目标市盈率，给予公司 12 个月目标价 13.60 元，较公司 2014 年末预期 NAV 有 30% 折价。重申“买入”评级。

#### Equities

中国

房地产业

 12 个月评级 **买入**

 12 个月目标价 **Rmb13.60**

 股价 **Rmb7.60**

路透代码: 000002.SZ 彭博代码 000002 CH

#### 交易数据和主要指标

52 周股价波动范围 Rmb12.36-6.57

市值 Rmb86.8 十亿/US\$14.1 十亿

已发行股本 9,699 百万 (ORDA)

流通股比例 79%

日均成交量(千股) 88,052

日均成交额(Rmb 百万) Rmb650.7

普通股股东权益 (12/14E) Rmb91.1 十亿

市净率 (12/14E) 0.9x

净债务 / EBITDA NM

#### 每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	UBS	市场预测
12/14E	1.70	-
12/15E	2.05	-
12/16E	2.44	-

市场一致预期数据来源: IBES/Bloomberg 估算。有关 UBS 每股收益计算方法的解释，见本文件封底。

**李宗彬**

分析师

S1460512110002

michael-z.li@ubssecurities.com

+86-105-832 8664

重要数据 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	71,783	103,116	135,419	162,798	188,214	242,925	166,058	98,197
息税前利润(UBS)	15,641	20,942	24,209	28,673	34,163	41,132	29,080	15,067
净利润(UBS)	9,692	12,644	15,179	18,753	22,627	26,929	19,423	9,112
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.88	1.15	1.38	1.70	2.05	2.44	1.76	0.83
每股股息 (Rmb)	0.13	0.18	0.41	0.51	0.62	0.73	0.53	0.25
净债务 / (现金)	(16,153)	(19,302)	(32,340)	5,417	107,904	114,642	117,947	110,923
盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
息税前利润率(%)	21.8	20.3	17.9	17.6	18.2	16.9	17.5	15.3
ROIC (EBIT) (%)	22.8	24.4	21.9	24.2	50.7	124.9	64.4	27.2
EV/EBITDA(core)x	7.2	6.1	6.7	4.5	2.0	0.5	0.7	1.6
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	9.2	7.5	7.4	4.5	3.7	3.1	4.3	9.2
权益 FCF (UBS) 收益率 %	3.5	3.8	(0.5)	50.8	131.5	22.8	20.1	5.1
净股息收益率(%)	1.6	2.1	4.0	6.7	8.1	9.7	7.0	3.3

资料来源: 公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值: 根据该年度的平均股价得出。(E): 根据 2014 年 03 月 12 日 15 时 26 分的股价(Rmb7.60)得出。

# 投资主题

## 万科 A

### 投资理由

万科是中国销售额最大的开发商，具有资产规模优势，在一二线城市土地市场的竞争力强。随着银行开发贷额度持续向大开发商倾斜，公司获取银行贷款的优势也日益增强。同时，公司已建立起海外融资渠道，进一步增强了公司的融资能力。万科采取快速周转、开发装修房、探索住宅建造工业化等策略，料将持续实现高水平的资本回报率。此外，公司在推进国际化战略、发展社区金融、转型城市配套商等方面的努力，将帮助公司应对商品房需求增速放缓的挑战。公司当前股价对应 2014 年市盈率远低于 A 股主要开发商的平均水平，我们认为并未反映公司的上述竞争优势。

### 乐观情景

如果一二线城市商品住宅需求持续强劲，公司的销售金额增速可能提升 5-10 个百分点。公司的工厂化战略如能带来成本和周转效率上的优势，公司的利润率和资本回报率将改善。公司 2014 年市盈率可能上升至 9 倍，每股估值可提升至 15.30 元。

### 悲观情景

如果流动性持续处于紧张状态，或者住房按揭贷款发放额度低于预期，一二线城市的住房需求可能走弱，公司的销售增速可能低于预期。公司 2014 年市盈率可能下降至 4 倍，每股估值将下降至 6.80 元。

### 近期催化剂

可能的股价催化剂包括 1) 商品住宅周成交量环比回升；2) 公司月度销售金额保持快速增长；3) 公司 B 股转 H 股取得进展；4) 公司扩大与境外房地产企业的合作；5) 公司以较低成本扩大海外融资规模；6) 政府实施“双向调控”。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb13.60

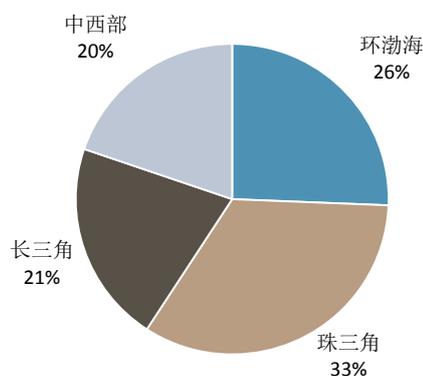
### 公司简介

万科是中国规模最大的房地产企业之一，以开发住宅项目为主，兼营商业地产开发和物业管理。公司总部位于深圳，业务遍及珠三角、长三角、环渤海及中西部地区，覆盖全国 50 余个城市。公司 2013 年实现销售面积为 1,490 万平方米、销售金额为 1,709 亿元，是当年销售额最高的开发商。

### 行业展望

一二线城市土地市场门槛正日益提高，资金实力将是决定开发商能否在这些城市生存和扩大市场份额的关键因素。我们认为在获取低成本资金方面有竞争优势的开发商，将在行业集中度提升的过程中受益。

### 收入按地区别，2013 (%)



来源: 公司公告

### 各类业务的 EBIT (百万元)

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
商品房开发	20,562	23,435	28,180	33,590	40,474
物业管理	75	175	212	277	354
其他	305	599	281	296	304
合计	20,942	24,209	28,673	34,163	41,132

来源: 公司公告, 瑞银证券估算

# 投资案件

我们基于 2014 年行业环境可能好于市场预期，而公司仍可实现快速增长的判断，将万科列入瑞银 A 股 Key Call 名单。我们的目标价基于 2014 年预测每股收益 1.70 元和 8.0x 目标市盈率。

万科 A 股价大幅回调使估值更具吸引力。市场此前担心资金量偏紧、资金成本上行可能导致商品房需求走弱，并担心对房企资金链形成冲击。这导致 A 股上市房企估值自 2013 年 6 月以来大幅回调。万科 A 股价在此期间一度下跌 46%，当前股价仍较 2013 年 5 月末的水平低 37%。公司目前 2014 年市盈率仅 4.5x，接近历史底部。

我们认为行业 2014 年下行风险有限。我们认为中央政府对 2014 年经济增长、新增就业、货币增速等方面设定有较高目标，对房地产业形成间接利好。同时，中央政府的房地产政策日益明确和稳定，新提出的分类调控思路，更是利于避免商品房成交量增速大幅回落的风险。特别地，调控主体从中央下移至地方，对开发商更为有利。我们相信地方政府会采取稳定楼市需求的措施，防止住房需求过热或过冷。

市场对于按揭贷款发放额度收缩的担忧料将逐步缓解。我们认为政府支持首次置业者的贷款需求的政策未变。银行此前收紧二套房贷款（改善型置业）是源于房价过快上涨，随着房价增速回落和部分城市需求走弱，这一政策可能出现微调。因此，我们认为住房按揭贷款不会成为抑制商品房需求释放的因素。

开发商资金链断裂的风险应较小。开发商投资资金来源中，国内贷款占 16%，销售回款占 40%，自筹资金占 39%。商业银行对普通商品房的开发贷，占贷款余额的比重已经下降至 5.4%，我们预计将保持稳定。市场环境保持稳定的情况下，开发商的销售回款萎缩的风险较小。此外，近期资金成本的回落，也可缓解投资者对开发商资金链的担忧。

万科 2014 年有望实现快速增长。公司在 2013 年采取了积极的购地和新开工行动，新增项目和新开工项目面积分别增长 50%/49%。基于商品房市场将保持稳定的判断，我们预计公司 2014/15 年签约销售额将分别达到 2,100/2,500 亿元，同比分别增长 23%/19%。2013 年末充足的预售款和 2014/15 年销售快速增长，有望推动营业收入和净利润快速增长。我们预计公司 2014/15/16 年净利润为 188/226/269 亿元，同比分别增长 24%/21%/19%。

国际化战略正在增强万科的竞争优势。公司融资渠道的国际化有望改善负债结构、降低财务成本。公司在海外与领先房企开展合作，可以提升自身的精细化管理能力，并可为与海外房企在中国内地的合作奠定基础，还能对公司向“城市配套综合服务商”转型、发展商业地产项目提供帮助。

我们认为公司估值已颇具吸引力，而资金紧张局面的缓解、商品房成交量的环比回升、公司 B 股转 H 股取得进展、管理层增持、扩大与国际领先开发商的合作、进一步海外融资等事件，将驱动公司 A 股估值水平提升。

## 风险

我们认为公司面临的风险包括：1) 流动性持续紧张，导致利率水平持续上升，使购房者更难获得住房按揭贷款；2) 商业银行意外地收紧开发贷款；3) 公司 B 股转 H 股未取得成功。

## 估值和推导我们目标价的基础

12个月目标价 13.60 元。我们给予公司 2014 年 8.0x 目标市盈率，该市盈率较公司近五年平均动态市盈率低 0.3 个标准差。我们在 2014 年预测每股收益 1.70 元和 8.0x 倍市盈率的基础上，得出 12 个月目标价 13.60 元。

我们的目标价较 2014 年预期每股 NAV 有 30% 的折价。我们假设无风险收益率为 4.6%，市场风险溢价为 5.0%，公司 Beta 为 1.3，公司边际债务融资成本为 10.0%，所得税率为 25%，并由此计算出公司的加权平均资本成本为 9.3%。在此假设下，我们计算得出公司 2014 年预期每股 NAV 为 19.6 元。

## 瑞银预测对比市场一致预期

图片 1: 瑞银预测对比市场一致预期 (百万元)

	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>			
市场一致预期	164,271	200,125	241,293
瑞银预测	162,798	188,214	242,925
差异	-1%	-6%	1%
<b>净利润</b>			
市场一致预期	19,032	22,900	27,029
瑞银预测	18,753	22,627	26,929
差异	-1%	-1%	0%

来源: 万得资讯, 瑞银证券估算。市场一致预期截至 2014 年 3 月 11 日。

## 敏感性分析

图片 2: 公司 2014 年 NAV 预测敏感性分析 (元)

销售均价		-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%
-1.5 ppt		15.5	17.2	18.7	20.2	21.7	23.3	24.9
-1.0 ppt		15.3	17.0	18.5	20.0	21.5	23.0	24.6
-0.5 ppt		15.1	16.8	18.3	19.8	21.3	22.8	24.4
WACC	0.0 ppt	14.9	16.6	18.1	19.6	21.1	22.6	24.1
	0.5 ppt	14.8	16.4	17.9	19.4	20.9	22.3	23.9
	1.0 ppt	14.6	16.2	17.7	19.2	20.6	22.1	23.7
	1.5 ppt	14.4	16.0	17.5	19.0	20.4	21.9	23.4

来源: 瑞银证券估算

## 行业环境料将好于市场预期

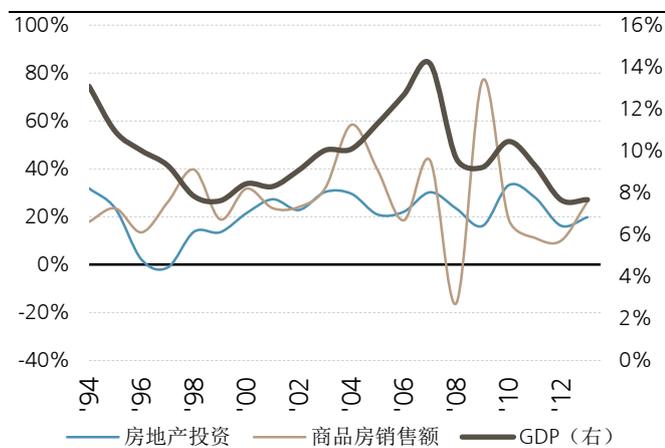
### 政策环境显著改善

支持增长的政策基调对房地产业有利。中国国务院在最近的政府工作报告中，将 2014 年国内生产总值增速目标设定在 7.5%，并将力图实现城镇新增就业 1000 万人以上。由于房地产业的稳定增长，对经济增长有着直接或间接的促进作用，我们相信较高的经济增长和新增就业目标对行业有利。

同时，中央政府提出货币政策将保持松紧适度，营造稳定的货币金融环境，引导货币信贷和社会融资规模适度增长，2014 年的广义货币 (M2) 增速目

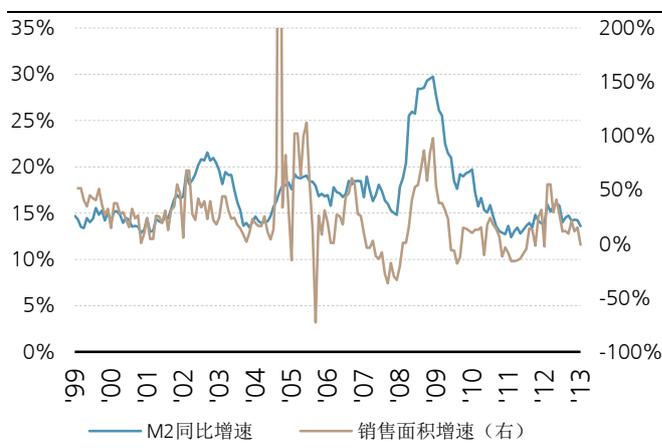
标被设定在了 13%。我们认为稳定的货币环境，对避免商品房需求出现大幅波动有正面意义。此外，如果中央政府因实际经济增速与增长目标发生背离而调整货币政策，房地产行业有可能成为最大的受益者之一。

图片 3: 房地产业对于稳定增长有重要意义



来源: CEIC, 国家统计局, 中国人民银行。注: 图中数据为同比增速

图片 4: 货币政策保持稳定对房地产行业有利

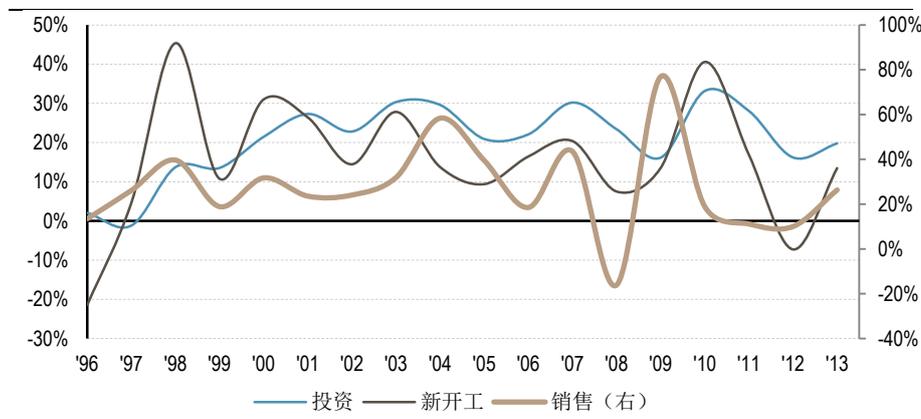


来源: CEIC, 国家统计局, 中国人民银行

**中央政府的房地产政策明确而稳定。**中国政府对于房地产行业的监管思路日益明确和稳定，已经摒弃了造成房地产市场剧烈波动的政策思路：不再以房价涨幅为目标、不再采用全国“一刀切”的措施、不再以抑制短期需求为手段。在新的政策思路：以保障房建设为政府工作重点、以增加普通商品住宅供给为手段、让地方政府采取因地制宜的调控措施。特别地，政府提出的“双向调控”/“分类调控”思路对房地产业具有积极而深远的意义，可大幅降低商品房需求的系统性风险。

**地方政府料将采取支持房地产市场稳定增长的政策。**中国 2014 年的经济增长目标和增加就业的目标，最终将要分解落实到各个地方政府头上。考虑到房地产销售和它对经济增长有重要意义，而房地产开工和建设对于保证就业增长有积极作用，我们认为地方政府可能无法承受房地产业进入低迷状态。而为了保证房地产新开工和投资的稳定增长，地方政府需要保证房地产成交量的稳定增长。因此，地方政府应会在需求可能走弱的情况下，推出“预调”措施。在中国新的房地产监管体系中，地方政府已被赋予了这样的权力。

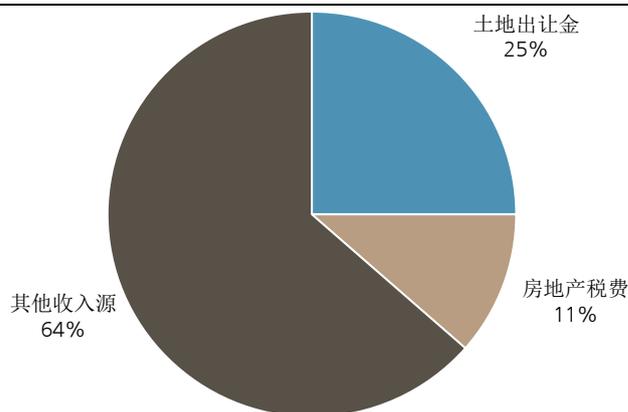
图片 5: 好的销售环境是保持新开工和投资稳定增长的前提



来源: CEIC, 国家统计局, 财政部。注: 图中数据为同比增速

尽管中国正在进行的财税体制改革可能会改变地方政府的收入结构，但对房地产业的依赖应难以改变。全国地方政府 2013 年通过出让土地使用权而获得的收入高达 41,250 亿元，房地产相关税收高达 18,926 亿元，合计占到地方政府总收入的 36%。从这一角度看，我们认为地方政府也无法承受土地市场和商品房市场成交量的回落，而防止这两个市场回调的重要办法就是维持商品房需求不走弱。

图片 6: 房地产业是地方政府重要的收入来源 (2013 年)

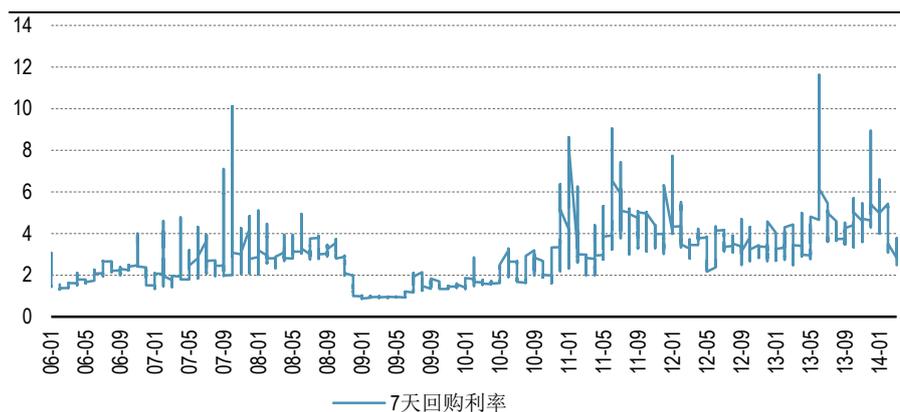


来源: CEIC, 国家统计局, 财政部

## 信贷环境应可支持房地产市场保持稳定

**资金成本回落对房地产行业有利。**市场此前可能担心资金持续紧张和成本的上升可能对商品房需求带来负面影响，并可能对开发商的现金流形成压力。不过，根据瑞银固定收益团队的观察，货币市场资金利率已降至低位，隔夜回购利率和 7 天回购利率已分别下行至 1.88%/2.30% 的低位。我们相信市场对房地产业资金状况的担忧料将得到缓解。

图片 7: 资金价格回落对房地产业形成利好 (%)



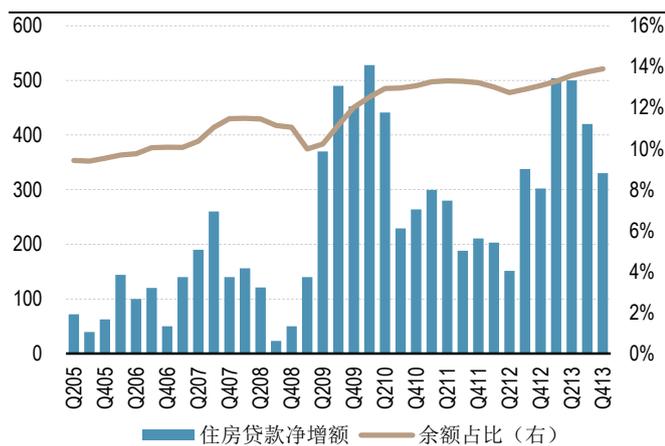
来源: CEIC, 国家统计局, 中国人民银行

**商业银行仍将支持居民购房需求。**在过去的十年中，住房按揭贷款占银行贷款余额的比重一直保持着上升趋势，仅在 2008 年 2 季度和 2011 年 3 季度开始的短暂时间内有过下降。这一上升趋势背后，是中央政府对首次置业者采取的持续支持政策，而这一政策取向在未来几年内应都不会改变。

商业银行对改善型置业者（第二套房）的按揭贷款需求，则会视房地产市场过热或过冷而改变。本轮商业银行收紧二套房按揭贷款，正是以 2013 年房价过快上涨为背景。我们认为随着房价增速回落和部分城市住房需求放缓，商业银行可能会增加二套房按揭贷款的发放——毕竟这是利润率更高、风险更低的贷款类型。

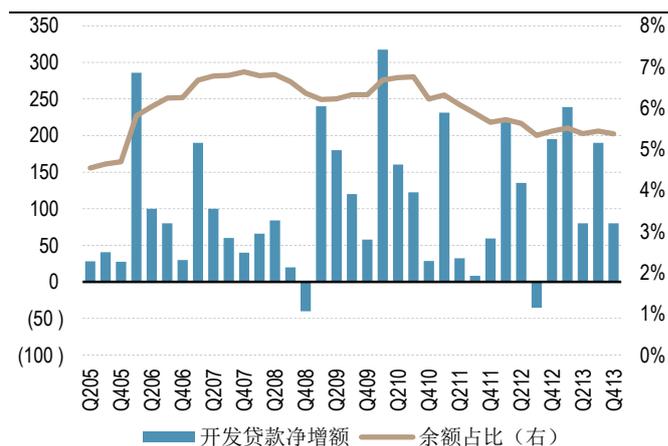
因此，尽管目前购房者获取购房贷款的难度有所增加，部分银行甚至对住房按揭贷款执行利率上浮的政策，但我们认为这种状况不会持续。

图片 8: 政府对自住型需求的支持政策未变（十亿元）



来源: CEIC, 国家统计局, 中国人民银行

图片 9: 开发贷占银行贷款余额的比重已趋稳（十亿元）



来源: CEIC, 国家统计局, 中国人民银行

**开发贷总量料仍将增长，并将持续向大开发商倾斜。**受到保障房建设资金需求上升和银行对开发贷款的限制，普通商品房开发贷占商业银行贷款余额的比重自 2010 年以来持续下降。过去三个季度，这一占比已经稳定在 5.4% 左右。我们认为商业银行在当前的风险暴露水平下，已没有必要进一步降低普通商品房开发贷的占比。而随着贷款余额的上升，开发贷的绝对量应能保持同比正增长。

开发商在获取开发贷方面有望继续目前的分化趋势，规模大、财务状况稳健的开发商或将获得更多的份额。我们认为万科将是这一趋势的受益者。实际上，公司 2013 年境内银行贷款已同比增长 26% 至 216 亿元，在公司有息负债中的占比从 35% 上升至 41%。

# 万科 2014 年有望快速增长

## 2014/15 年销售增速料将达 23%/19%

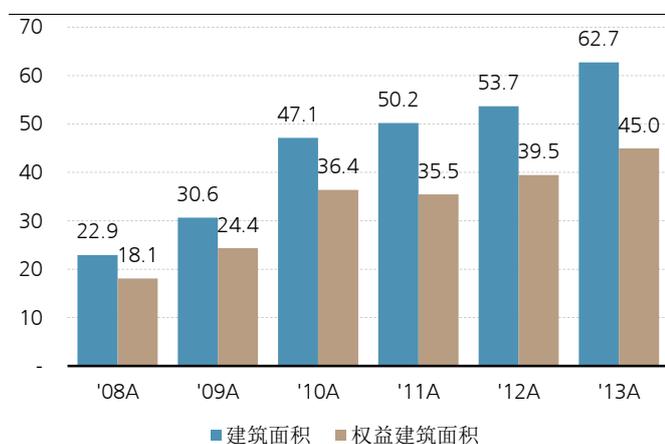
万科土地储备充足，权益面积达 4,577 万平米。万科在 2013 年采取了积极的土地购置措施，新增项目建筑面积达到 3,102 万平方米，对应权益建筑面积 2,148 万平方米。截至 2013 年末，万科拥有建筑面积为 6,274 万平方米的待开工项目，对应权益建筑面积 4,495 万平方米。2014 年前两月，公司又新增建筑面积为 132 万平方米的项目，对应权益建筑面积 82 万平方米。公司目前已拥有 6,406 万平方米土地储备，对应权益建筑面积 4,577 万平方米。

由于公司 2013 年新开工的项目大部分尚未开始销售，我们估计公司所有项目的待售总建筑面积高达 8,300 万平方米，对应权益建筑面积约 5,900 万平方米，能够支持公司未来 3 年的开发及销售需要。

**土地储备均衡分布，且主要位于核心城市。**万科的土地储备分布于 59 个城市，单个城市的面积占比均较小。在公司 4,495 万平方米权益待开工面积中，西安所占面积（223 万平方米）最大，但比例也仅 5%。广泛而均衡的土地储备分布，使公司具有更强的市场风险承受能力，可以避免单个城市市场低迷拖累公司整体增速。

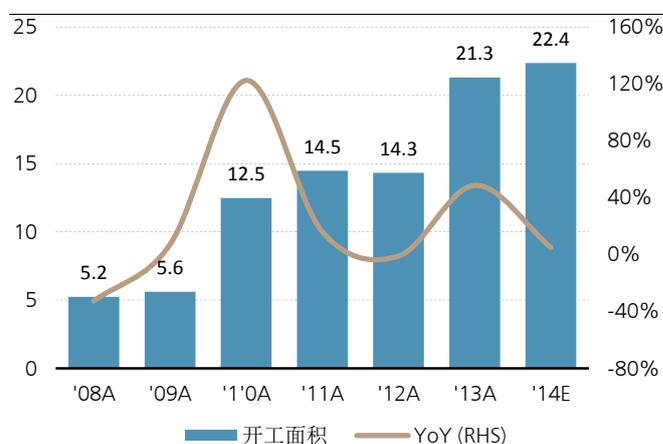
万科 2013 年末待开工项目中，有 4,295 万平米（权益面积 2,948 万平米）位于 40 个核心城市城市，占 68%（权益面积占比 66%）。在 40 个核心城市之外，公司土地储备规模较大的主要是佛山、清远、吉林、抚顺、徐州、中山、烟台、东莞等城市，均是三四线城市中需求较好、市场规模较大的城市。

图片 10: '13 年末土地储备达 4,495 万平米（百万平米）



来源: 公司公告

图片 11: '13 年新开工同比增长 49%（百万平米）



来源: 公司公告

**新开工大幅增长将提升 2014 年可售资规模。**万科 2013 年新开工面积达到 2,131 万平方米，同比增长 49%。同时，公司计划已购项目在 2014 年实现新开工 2,238 万平方米，同比增长 5%。我们估计公司 2014 年 1 季度开工的项目应能在当年达到预售条件，如果市场条件许可，公司应会开始销售这些项目。我们预计公司 2014 年新增可售面积将超过 2,000 万平方米，加上 2014 年初已进入销售的项目，公司全年可售资源将接近 2,800 万平方米，对应金额 3,100 亿元，同比增长 24%。

图片 12: 万科土地储备区域分布 (千平方米)

	总建筑面积				权益建筑面积			
	2012A	%	2013A	%	2012A	%	2013A	%
西安	1,711	3.2%	2,488	4.0%	1,359	3.4%	2,231	5.0%
佛山	2,303	4.3%	2,672	4.3%	1,508	3.8%	2,139	4.8%
深圳	1,406	2.6%	2,158	3.4%	1,073	2.7%	1,969	4.4%
长沙	1,242	2.3%	3,110	5.0%	1,001	2.5%	1,873	4.2%
沈阳	2,229	4.2%	2,232	3.6%	1,610	4.1%	1,805	4.0%
清远	877	1.6%	1,748	2.8%	877	2.2%	1,748	3.9%
重庆	1,767	3.3%	2,490	4.0%	1,083	2.7%	1,724	3.8%
武汉	1,914	3.6%	2,042	3.3%	1,675	4.2%	1,545	3.4%
吉林	2,152	4.0%	1,898	3.0%	1,637	4.1%	1,472	3.3%
天津	1,783	3.3%	2,084	3.3%	1,319	3.3%	1,459	3.2%
合肥	2,142	4.0%	1,550	2.5%	1,795	4.5%	1,363	3.0%
杭州	2,599	4.8%	1,779	2.8%	1,982	5.0%	1,337	3.0%
大连	2,000	3.7%	1,654	2.6%	1,448	3.7%	1,252	2.8%
昆明	322	0.6%	2,118	3.4%	257	0.7%	1,190	2.6%
青岛	2,098	3.9%	2,006	3.2%	1,025	2.6%	1,117	2.5%
抚顺	906	1.7%	1,099	1.8%	906	2.3%	1,099	2.4%
徐州	1,019	1.9%	1,207	1.9%	973	2.5%	1,085	2.4%
中山	1,137	2.1%	1,302	2.1%	966	2.4%	1,055	2.3%
长春	1,864	3.5%	1,620	2.6%	1,296	3.3%	973	2.2%
上海	1,802	3.4%	1,566	2.5%	1,122	2.8%	958	2.1%
烟台	388	0.7%	1,450	2.3%	345	0.9%	892	2.0%
北京	1,741	3.2%	1,813	2.9%	852	2.2%	840	1.9%
郑州	0	0.0%	1,497	2.4%	0	0.0%	763	1.7%
东莞	1,033	1.9%	948	1.5%	631	1.6%	761	1.7%
贵阳	2,209	4.1%	1,594	2.5%	1,363	3.5%	737	1.6%
鞍山	1,118	2.1%	987	1.6%	819	2.1%	721	1.6%
成都	1,082	2.0%	1,044	1.7%	980	2.5%	664	1.5%
福州	711	1.3%	1,111	1.8%	452	1.1%	632	1.4%
无锡	923	1.7%	689	1.1%	837	2.1%	631	1.4%
厦门	1,030	1.9%	734	1.2%	840	2.1%	628	1.4%
济南	16	0.0%	846	1.3%	10	0.0%	606	1.3%
惠州	826	1.5%	826	1.3%	553	1.4%	553	1.2%
昆山	680	1.3%	573	0.9%	501	1.3%	540	1.2%
广州	1,003	1.9%	705	1.1%	890	2.3%	523	1.2%
漳州	0	0.0%	805	1.3%	0	0.0%	483	1.1%
三亚	826	1.5%	667	1.1%	570	1.4%	469	1.0%
镇江	731	1.4%	582	0.9%	602	1.5%	462	1.0%
太原	680	1.3%	729	1.2%	347	0.9%	459	1.0%
芜湖	238	0.4%	583	0.9%	238	0.6%	396	0.9%
南京	428	0.8%	427	0.7%	428	1.1%	375	0.8%
泉州	0	0.0%	534	0.9%	0	0.0%	341	0.8%
宁波	577	1.1%	520	0.8%	460	1.2%	340	0.8%
苏州	837	1.6%	633	1.0%	625	1.6%	324	0.7%
乌鲁木齐	125	0.2%	342	0.5%	125	0.3%	315	0.7%
南昌	349	0.7%	587	0.9%	115	0.3%	268	0.6%
营口	252	0.5%	258	0.4%	252	0.6%	258	0.6%
其他	2,594	4.8%	2,428	3.9%	1,720	4.4%	1,577	3.5%
合计	53,671	100%	62,738	100%	39,468	100%	44,951	100%

来源: 公司公告

2013 年末待开工项目建筑面积高达 6,274 万平方米

…主要位于一二线核心城市, 以及市场规模较大的三四线城市

…单个城市占比较小, 将帮助公司抵御个别城市的市场风险

图片 13: 万科新开工面积的区域分布 (千平方米)

CITY	2012A	%	2013A	%	2014E	%	'13A&'14E	%
深圳	732	5.1%	704	3.3%	1,662	7.4%	2,365	5.4%
佛山	870	6.1%	852	4.0%	1,341	6.0%	2,193	5.0%
武汉	595	4.2%	1,073	5.0%	683	3.1%	1,756	4.0%
重庆	248	1.7%	1,046	4.9%	699	3.1%	1,745	4.0%
东莞	825	5.8%	1,264	5.9%	242	1.1%	1,507	3.4%
北京	806	5.6%	1,119	5.3%	1,236	5.5%	2,355	5.4%
杭州	245	1.7%	1,348	6.3%	272	1.2%	1,621	3.7%
长沙	95	0.7%	329	1.5%	1,017	4.5%	1,345	3.1%
上海	448	3.1%	962	4.5%	581	2.6%	1,543	3.5%
青岛	588	4.1%	582	2.7%	913	4.1%	1,495	3.4%
广州	568	4.0%	882	4.1%	375	1.7%	1,257	2.9%
成都	539	3.8%	1,128	5.3%	275	1.2%	1,403	3.2%
合肥	297	2.1%	591	2.8%	560	2.5%	1,151	2.6%
沈阳	604	4.2%	487	2.3%	491	2.2%	978	2.2%
昆明	472	3.3%	447	2.1%	872	3.9%	1,320	3.0%
徐州	0	0.0%	320	1.5%	507	2.3%	828	1.9%
西安	607	4.2%	241	1.1%	698	3.1%	939	2.2%
天津	319	2.2%	369	1.7%	547	2.4%	916	2.1%
大连	411	2.9%	357	1.7%	320	1.4%	677	1.5%
福州	210	1.5%	150	0.7%	920	4.1%	1,070	2.5%
济南	103	0.7%	255	1.2%	632	2.8%	887	2.0%
厦门	532	3.7%	311	1.5%	398	1.8%	710	1.6%
无锡	212	1.5%	234	1.1%	362	1.6%	596	1.4%
宁波	264	1.8%	465	2.2%	277	1.2%	742	1.7%
清远	373	2.6%	141	0.7%	390	1.7%	531	1.2%
贵阳	245	1.7%	641	3.0%	489	2.2%	1,130	2.6%
南京	207	1.4%	242	1.1%	301	1.3%	543	1.2%
昆山	0	0.0%	432	2.0%	86	0.4%	518	1.2%
苏州	212	1.5%	620	2.9%	295	1.3%	915	2.1%
郑州	0	0.0%	323	1.5%	602	2.7%	926	2.1%
乌鲁木齐	43	0.3%	321	1.5%	180	0.8%	501	1.1%
中山	0	0.0%	245	1.1%	216	1.0%	461	1.1%
南昌	50	0.4%	302	1.4%	579	2.6%	881	2.0%
泉州	0	0.0%	156	0.7%	434	1.9%	591	1.4%
太原	203	1.4%	133	0.6%	265	1.2%	398	0.9%
镇江	29	0.2%	149	0.7%	173	0.8%	322	0.7%
惠州	294	2.1%	14	0.1%	361	1.6%	375	0.9%
长春	224	1.6%	272	1.3%	156	0.7%	428	1.0%
三亚	111	0.8%	243	1.1%	89	0.4%	332	0.8%
吉林	341	2.4%	113	0.5%	121	0.5%	234	0.5%
唐山	99	0.7%	24	0.1%	343	1.5%	367	0.8%
抚顺	0	0.0%	101	0.5%	78	0.3%	179	0.4%
漳州	0	0.0%	0	0.0%	270	1.2%	270	0.6%
莆田	178	1.2%	141	0.7%	62	0.3%	203	0.5%
烟台	215	1.5%	194	0.9%	117	0.5%	311	0.7%
温州	89	0.6%	273	1.3%	0	0.0%	273	0.6%
其他	830	5.8%	710	3.3%	889	4.0%	1,599	3.7%
合计	14,333	100%	21,307	100%	22,380	100%	43,687	100%

来源: 公司公告

2013年新开工面积上升至2,131万平方米, 同比增长49%

...2014年计划将现有项目开工面积提升5%至2,238万平方米

...有望使公司2014年新增可售面积超过2,000万平方米

...新增可售资源主要位于一二线核心城市

...料将使公司2014年可售货值上升至3,100亿元

面临有利销售环境，2014/15 年销售额料将增长 23%。万科 2013 年在一二线城市项目的权益新开工面积为 1,098 万平方米，占比高达 74%，同比提高 4 个百分点。特别值得注意的是，公司在北京、上海、广州、成都等需求强劲的城市，新开工有显著增长。具体城市供给增长情况的分析，我们认为万科有项目销售的 30 余个城市，总体将面临较好的销售环境。

我们认为公司 2014 年全年去化率将保持在 2013 年的水平。我们预计万科 2014 年将实现签约销售额 2,100 亿元，同比增长 23%，隐含 68% 的整体去化率。此外，我们预计公司 2015 年销售额将增长 19% 至 2,500 亿元。

图片 14: 万科所在一二线城市新开工增速与销售增速对比

	新开工面积增速			销售面积增速			增速差异*		
	'11A	'12A	'13A	'11A	'12A	'13A	'11A	'12A	'13A
北京	26%	-37%	7%	-14%	43%	-8%	40 ppt	-81 ppt	15 ppt
天津	17%	-26%	-1%	8%	4%	14%	10 ppt	-30 ppt	-15 ppt
太原	10%	-6%	-3%	-23%	70%	30%	33 ppt	-76 ppt	-33 ppt
沈阳	-21%	26%	-6%	29%	13%	-8%	-50 ppt	13 ppt	2 ppt
大连	-17%	1%	26%	-26%	16%	14%	9 ppt	-15 ppt	12 ppt
长春	42%	-30%	-3%	0%	-1%	-2%	42 ppt	-29 ppt	-2 ppt
上海	17%	-37%	5%	-13%	8%	27%	30 ppt	-45 ppt	-21 ppt
南京	24%	-35%	29%	-10%	29%	30%	34 ppt	-64 ppt	-1 ppt
无锡	-7%	-18%	1%	-38%	48%	-1%	31 ppt	-66 ppt	2 ppt
苏州	-24%	-14%	47%	-18%	34%	29%	-6 ppt	-48 ppt	18 ppt
杭州	15%	-29%	11%	-14%	35%	5%	29 ppt	-64 ppt	6 ppt
宁波	36%	-22%	21%	-10%	3%	27%	46 ppt	-25 ppt	-6 ppt
温州	82%	-14%	-5%	-41%	59%	76%	123 ppt	-74 ppt	-80 ppt
合肥	4%	-31%	54%	23%	5%	30%	-19 ppt	-36 ppt	24 ppt
福州	5%	-6%	15%	1%	37%	51%	4 ppt	-43 ppt	-36 ppt
厦门	56%	-34%	-12%	11%	82%	21%	46 ppt	-116 ppt	-34 ppt
南昌	59%	0%	11%	-11%	37%	26%	70 ppt	-36 ppt	-16 ppt
济南	9%	2%	-1%	12%	4%	26%	-3 ppt	-2 ppt	-27 ppt
青岛	0%	-6%	-5%	-24%	-8%	25%	24 ppt	2 ppt	-30 ppt
武汉	-18%	1%	29%	7%	19%	26%	-25 ppt	-18 ppt	3 ppt
长沙	-6%	-35%	71%	-15%	0%	20%	8 ppt	-35 ppt	51 ppt
广州	12%	-34%	37%	-8%	10%	24%	20 ppt	-43 ppt	13 ppt
深圳	18%	35%	62%	17%	1%	8%	1 ppt	33 ppt	54 ppt
三亚	0%	56%	17%	15%	10%	1%	-15 ppt	46 ppt	15 ppt
重庆	-1%	-17%	24%	2%	1%	6%	-3 ppt	-18 ppt	18 ppt
成都	14%	-1%	14%	1%	4%	5%	13 ppt	-5 ppt	8 ppt
贵阳	-26%	23%	42%	0%	29%	21%	-26 ppt	-6 ppt	21 ppt
昆明	18%	37%	12%	-15%	-1%	13%	34 ppt	38 ppt	-2 ppt
西安	13%	13%	-17%	11%	-18%	8%	2 ppt	32 ppt	-25 ppt
乌鲁木齐	-26%	9%	27%	1%	-15%	45%	-27 ppt	24 ppt	-18 ppt
40 城市	6%	-14%	14%	-2%	9%	15%	9 ppt	-22 ppt	0 ppt

来源: 国家统计局, CEIC。\*新开工增速减去销售增速。

中国 40 个大城市 2013 年住宅销售面积同比增长 15%，新开工同比增长 14%

…万科 2013 年在其中 30 个有新开工项目，大部分城市 2014 年供给增长应有限

…部分城市的新开工面积可能还面临增长不足的问题，如北京、福州等城市

因此，我们认为万科在 2014 年将面临较好的销售环境，全年去化率料将与 2013 年持平

**2014-16 年净利润料将保持 24%/21%/19% 的快速增长。** 万科 2013 年末预收款为 1,555 亿元，所有项目的已售未结算金额为 1,623 亿元。我们预计公司 2014 年房地产结算收入将达到 1,601 亿元，整体营业收入达到 1,628 亿元；同时，公司 2014/15 年良好的销售业绩将推动公司 2015/16 年营业收入达到 1,882/2,429 亿元，同比增长 15.6%/29.1%。

我们预计 2013 年销售均价上涨将使 2014 年结算项目毛利率回升至 33.2%（2013 年为 31.5%）。同时，公司在 2012 年土地市场低迷时购入的项目也具有较好的盈利前景，因此我们预计公司 2015 年结算毛利率将进一步回升至 34.0%。不过，行业毛利率下降的趋势应不可逆转，我们预计公司 2016 年结算毛利率将下降至 32.3%。此外，我们预计公司 2014-16 年销售及管理费用率将保持稳定，分别为 5.1%/4.9%/4.9%。

基于上述假设，我们预计公司 2014/15/16 年净利润将达到 188/226/269 亿元，对应每股收益 1.70/2.05/2.44 元，同比分别增长 24%/21%/19%。

## 国际化战略料将增强公司的竞争优势

**融资渠道国际化，将帮助公司改善负债结构。** 万科已经成功与国际资本市场对接，负债结构正在朝着好的方向发展。信托借款作为过渡性的融资工具，正在逐步退出——公司长期借款中信托及其他借款的金额已从 2012 年末的 206 亿元下降至 2013 年末的 123 亿元，占比从 29% 下降至 16%。取而代之的是境内人民币借款及境外公司债，两者在长期借款中的比重分别在 2013 年末上升至 28% 和 10%。此外，万科 2013 年 7 月设立的中期票据发行计划，还有约 95 亿元额度（该计划在 2014 年 7 月 15 日前有效）。

图片 15: 公司负债结构变化（百万元）

	2012A		2013A	
	金额	百分比	金额	百分比
银行借款（人民币）	1,267	2%	1,513	2%
外币借款（外币）	0	0%	0	0%
信托及其他	8,666	12%	3,590	5%
<b>短期借款</b>	<b>9,932</b>	<b>14%</b>	<b>5,103</b>	<b>7%</b>
银行借款（人民币）	10,660	15%	8,779	11%
外币借款（外币）	1,680	2%	7	0%
公司债券	5,882	8%	0	0%
信托及其他	7,404	10%	18,736	24%
<b>一年内到期非流动负债</b>	<b>25,625</b>	<b>36%</b>	<b>27,522</b>	<b>36%</b>
人民币借款	13,099	18%	21,327	28%
外币借款	2,337	3%	3,050	4%
公司债券	0	0%	7,398	10%
信托及其他	20,600	29%	12,306	16%
<b>长期借款及公司债券</b>	<b>36,036</b>	<b>50%</b>	<b>44,082</b>	<b>57%</b>
<b>有息负债</b>	<b>71,593</b>	<b>100%</b>	<b>76,706</b>	<b>100%</b>

来源: 公司公告

公司财务成本有望持续下降。我们估计万科 2013 年的平均债务余额同比上升了 21% 至 752 亿元，但利息总开支仅上升 14%。相应地，公司的平均财务成本下降了 0.6 个百分点至 8.7%。我们认为高成本信托融资占比下降、银行开发贷款和境外借款占比上升，将持续降低公司的平均财务成本。

图片 16: 公司部分大额借款及利率水平 (百万元)

贷款单位	借款起始时间	借款终止时间	币种	合同利率	金额*
信托借款	2013 年 1 月	2015 年 1 月	人民币	6.98%	1,000
信托借款	2013 年 3 月	2016 年 3 月	人民币	6.85%	1,000
公司债券	2013 年 3 月	2018 年 3 月	美元	2.63%	4,742
信托借款	2013 年 8 月	2016 年 8 月	人民币	7.07%	1,290
银行借款	2013 年 10 月	2016 年 10 月	人民币	6.46%	1,000
银行借款	2013 年 11 月	2017 年 3 月	美元	1.99%	1,250
公司债券	2013 年 11 月	2017 年 11 月	新加坡元	3.28%	667
公司债券	2013 年 12 月	2018 年 12 月	人民币	4.50%	1,000
公司债券	2013 年 12 月	2016 年 12 月	人民币	4.05%	1,000

来源: 公司公告, 瑞银证券估算。\*外币借款及债权已折算为人民币金额

我们认为国际化的融资渠道对万科的意义还在于，如果部分中小开发商因现金流紧张而出售项目，或是地方政府因土地市场低迷而下调出让地价，公司可以通过海外融资获得充足的资金，以参与招拍挂或是进行并购。

**合作伙伴国际化将提升公司在境内的开发能力。**万科目前在境外已经拥有 4 个开发项目，分别位于香港、新加坡、旧金山和纽约，合作伙伴包括新世界发展、吉宝置业和铁狮门。我们认为公司在海外与世界领先的房地产企业合作，意义不只是培育新的增长点，更为重要的是提升在境内的竞争优势。

- 提升精细化管理的能力。房地产行业将告别高毛利率时代，已成为市场共识。在这样的背景下，提升精细化管理的能力来提升产品品质、控制成本和费用就显得日益重要。
- 在境内合作开发项目。公司未来可以将海外合作伙伴引进中国内地，共同开发境内的房地产项目，解决公司在资金、技术方面的瓶颈问题。
- 为转型铺路。万科未来将践行“小股操盘”的发展模式，需要将投资者资金引入项目开发。同时，公司可能发展商业地产运营业务，需要解决商业物业开发转持有过程中的资金退出问题。

图片 17: 万科已在海外有 4 个开发项目

项目	城市	权益	合作方	类别	规模	预计开盘
列克星敦大道项目	纽约	93%	RFR Holding	住宅	91 套	2016 年
富升街 201 地块项目	旧金山	70%	Tishman Speyer	住宅	655 套	2014 年
林曦阁项目	新加坡	30%	Keppel Group	住宅	726 套	2013 年
荃湾西站六区项目	香港	20%	New World Dev	住宅	894 套	2016 年

来源: 公司公告, 瑞银证券整理

我们认为万科正在作出的国际化努力，虽然对短期业绩贡献十分有限，但公司沿着这一正确道路持续前进，有助于提升万科 A 的估值。

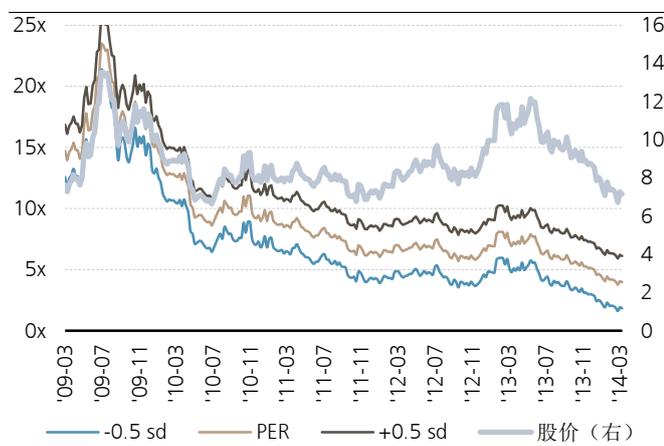
# 列入瑞银 A 股 Key Call 名单

## 估值下跌，近历史最低水平

估值下跌至具有吸引力的水平。万科 A 近五年平均动态市盈率为 9.3x，其中 2011-2012 年在 5.7x-9.7x 之间，2013 年至今在 3.8x-8.1x 之间。经历了 2013 年 6 月以来大幅下跌之后，万科 A 当前股价仅对应 4.2x 动态市盈率，已经接近历史最低水平。

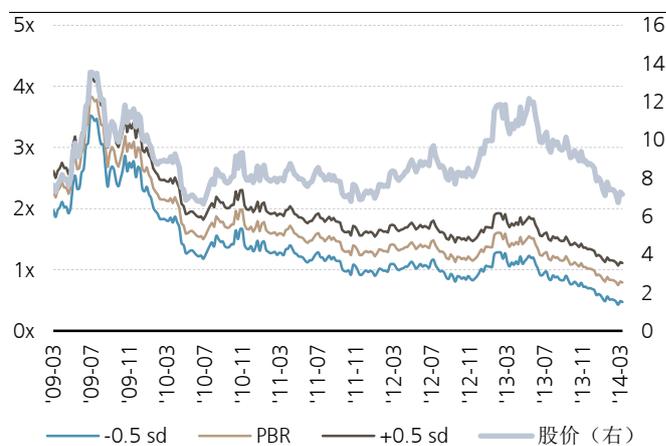
我们认为公司估值在过去几年来大幅下跌的原因包括：1) 上届政府频繁出台调控措施，造成商品房需求和供给大幅波动，使开发商在进行土地投资和项目开工时面临较大风险；2) 流动性从宽松转向偏紧，市场担心商品房需求受到冲击，并担心开发商资金状况出现问题；3) 市场还担心房地产税出台可能在短期内增长商品房供给、打压商品房需求，对上市开发商形成短期冲击。

图片 18: 公司动态市盈率趋势 (元)



来源: 万得资讯, 瑞银证券估算

图片 19: 公司动态市净率趋势 (元)



来源: 万得资讯, 瑞银证券估算

给予公司 2014 年目标市盈率 8.0x，目标价 13.60 元。尽管我们认为市场的担忧具有合理性，但我们也认为房地产行业的成长前景并不像投资者担心的那样悲观。我们认为行业在 2014 年及以后将面临更加稳定的政策环境，开发商在做土地投资和增加新开工决策时，面临更小的风险，开发商快周转、高杠杆的优势将得到发挥。我们认为开发贷和按揭贷款仍将保持增长趋势，住房需求下降和开发商资金链断裂的风险小。此外，在资金偏紧并且向大开发商倾斜的环境中，行业整合速度或将加快，万科有望获益。

基于上面的分析，我们认为万科 A 的估值难以停留在现在当前的水平。我们给予公司 2014 年 8.0x 市盈率，较公司历史平均动态市盈率低 0.3 个标准差。我们给予万科 A 的目标市盈率在已覆盖 A 股开发商中处于中间位置 (6x-10x)，根据该目标市盈率和 2014 年每股收益 1.70 元，我们给予万科 A 目标价 13.60 元。

# 万科 A (000002.SZ)

	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
<b>损益表(Rmb 百万)</b>										
营业收入	71,783	103,116	135,419	162,798	20.2	188,214	15.6	242,925	166,058	98,197
毛利	20,776	26,778	31,076	36,929	18.8	43,332	17.3	52,966	37,169	19,851
息税折旧摊销前利润(UBS)	15,730	21,055	24,338	29,090	19.5	34,610	19.0	41,612	29,595	15,621
折旧和摊销	(89)	(114)	(129)	(417)	222.8	(447)	7.1	(479)	(515)	(554)
息税前利润(UBS)	15,641	20,942	24,209	28,673	18.4	34,163	19.1	41,132	29,080	15,067
联营及投资收益	700	929	1,005	1,585	57.7	3,699	133.3	5,427	2,755	1,355
其他非营业利润	43	57	30	30	0.0	30	0.0	30	30	30
净利息	(510)	(765)	(892)	(846)	5.1	(898)	-6.1	(944)	(900)	(800)
例外项目(包括商誉)	(67)	(93)	(61)	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	15,806	21,070	24,291	29,442	21.2	36,994	25.6	45,645	30,964	15,653
税项	(4,206)	(5,408)	(5,993)	(7,360)	-22.8	(9,248)	-25.6	(11,411)	(7,741)	(3,913)
税后利润	11,600	15,663	18,298	22,081	20.7	27,745	25.6	34,233	23,223	11,739
优先股股息及少数股权	(1,975)	(3,111)	(3,179)	(3,329)	-4.7	(5,118)	-53.8	(7,305)	(3,801)	(2,627)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	9,625	12,551	15,119	18,753	24.0	22,627	20.7	26,929	19,423	9,112
净利润(UBS)	9,692	12,644	15,179	18,753	23.5	22,627	20.7	26,929	19,423	9,112
税率(%)	26.6	25.7	24.7	25.0	1.3	25.0	0.0	25.0	25.0	25.0
<b>每股(Rmb)</b>										
每股收益(UBS 稀释后)	0.88	1.15	1.38	1.70	23.5	2.05	20.7	2.44	1.76	0.83
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.88	1.14	1.37	1.70	24.0	2.05	20.7	2.44	1.76	0.83
EPS(UBS, 基本)	0.88	1.15	1.38	1.70	23.5	2.05	20.7	2.44	1.76	0.83
每股股息净值(Rmb)	0.13	0.18	0.41	0.51	24.6	0.62	20.7	0.73	0.53	0.25
每股账面价值	4.82	5.80	6.98	8.27	18.5	9.82	18.7	11.65	12.68	12.97
平均股数(稀释后)	10,995.20	10,995.55	11,014.97	11,014.97	0.0	11,014.97	0.0	11,014.97	11,014.97	11,014.97
<b>资产负债表(Rmb 百万)</b>										
现金和现金等价物	34,240	52,292	44,365	83,025	87.1	194,798	134.6	202,535	205,469	193,018
其他流动资产	248,407	310,482	397,681	378,567	-4.8	298,447	-21.2	262,103	251,436	250,089
流动资产总额	282,647	362,774	442,047	461,592	4.4	493,245	6.9	464,638	456,905	443,107
有形固定资产净值	2,722	3,987	13,840	14,612	5.6	15,472	5.9	16,429	17,493	18,675
无形固定资产净值	435	629	632	622	-1.5	613	-1.5	604	595	585
投资/其他资产	10,404	11,412	22,687	24,272	7.0	27,971	15.2	33,398	36,152	37,508
总资产	296,208	378,802	479,205	501,098	4.6	537,300	7.2	515,068	511,145	499,875
应付账款和其他短期负债	177,154	224,276	296,298	295,718	-0.2	300,515	1.6	249,839	231,142	219,387
短期债务	23,570	35,557	32,624	22,800	-30.11	31,367	37.57	33,034	38,399	32,972
流动负债总额	200,724	259,834	328,922	318,519	-3.2	331,883	4.2	282,872	269,541	252,359
长期债务	26,822	36,036	44,082	54,808	24.3	55,526	1.3	54,859	49,122	49,122
其它长期负债	829	794	763	763	0.0	763	0.0	763	763	763
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	228,376	296,663	373,766	374,089	0.1	388,171	3.8	338,494	319,426	302,244
普通股股东权益	52,968	63,826	76,896	91,132	18.5	108,134	18.7	128,274	139,618	142,904
少数股东权益	14,865	18,313	28,543	35,877	25.7	40,995	14.3	48,300	52,101	54,728
负债和权益总计	296,208	378,802	479,205	501,098	4.6	537,300	7.2	515,068	511,145	499,875
<b>现金流量表(Rmb 百万)</b>										
净利润(支付优先股股息前)	9,625	12,551	15,119	18,753	24.0	22,627	20.7	26,929	19,423	9,112
折旧和摊销	89	114	129	417	222.8	447	7.1	479	515	554
营运资本变动净值	(16,417)	(14,953)	(15,178)	18,535	-	84,917	358.1	(14,333)	(8,030)	(10,409)
其他营业性现金流	10,092	6,014	1,854	7,610	310.5	7,511	-1.3	8,172	7,146	6,936
经营性现金流	3,389	3,726	1,924	45,315	2255.4	115,501	154.9	21,247	19,054	6,194
有形资本支出	(262)	(151)	(2,439)	(1,179)	51.6	(1,297)	-10.0	(1,427)	(1,570)	(1,727)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	(5,391)	(2,303)	(5,515)	0	-	0	-	0	0	0
投资性现金流	(5,653)	(2,453)	(7,954)	(1,179)	85.2	(1,297)	-10.0	(1,427)	(1,570)	(1,727)
已付股息	(1,100)	(1,429)	(1,981)	(4,516)	-128.0	(5,626)	-24.6	(6,788)	(8,079)	(5,827)
股份发行/回购	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(1,091)	(3,486)	(5,189)	(1,861)	64.13	(6,091)	-227.22	(6,294)	(6,100)	(5,665)
债务及优先股变化	2,997	21,201	5,112	902	-82.35	9,285	929.20	1,000	(372)	(5,427)
融资性现金流	807	16,286	(2,058)	(5,475)	-166.1	(2,432)	55.6	(12,083)	(14,550)	(16,918)
现金流量中现金的增加(减少)	(1,456)	17,558	(8,088)	38,660	-	111,772	189.1	7,737	2,934	(12,451)
外汇/非现金项目	(2,121)	494	162	0	-100.0	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	(3,577)	18,052	(7,926)	38,660	-	111,772	189.1	7,737	2,934	(12,451)

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

## 万科 A (000002.SZ)

估值(x)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	9.2	7.5	7.4	4.5	3.7	3.1	4.3	9.2
市盈率 (UBS, 稀释后)	9.2	7.5	7.4	4.5	3.7	3.1	4.3	9.2
股价/每股现金收益	9.1	7.4	7.3	4.4	3.6	3.1	4.2	8.7
权益 FCF (UBS) 收益率 %	3.5	3.8	(0.5)	50.8	131.5	22.8	20.1	5.1
净股息收益率(%)	1.6	2.1	4.0	6.7	8.1	9.7	7.0	3.3
市净率	1.7	1.5	1.5	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6
企业价值/营业收入(核心)	1.6	1.2	1.2	0.8	0.4	0.1	0.1	0.3
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	7.2	6.1	6.7	4.5	2.0	0.5	0.7	1.6
企业价值/息税前利润(核心)	7.3	6.1	6.7	4.6	2.0	0.5	0.7	1.7
企业价值/经营性自由现金流(核心)	7.3	6.1	6.7	4.5	1.9	0.5	0.7	1.7
企业价值/运营投入资本	1.7	1.5	1.5	1.1	1.0	0.6	0.5	0.5
<b>企业价值 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
市值	88,452	93,601	113,731	86,846	86,846	86,846	86,846	86,846
净债务 (现金)	12,866	17,728	25,821	13,461	(56,661)	(111,273)	(116,295)	(114,435)
少数股东权益	12,609	16,589	23,428	32,210	38,436	44,648	50,200	53,414
养老金拨备/其他	809	812	778	763	763	763	763	763
<b>企业价值总额</b>	<b>114,736</b>	<b>128,729</b>	<b>163,758</b>	<b>133,280</b>	<b>69,383</b>	<b>20,983</b>	<b>21,514</b>	<b>26,587</b>
- 非核心资产	(1,000)	(1,000)	(1,000)	(1,000)	(1,000)	(1,000)	(1,000)	(1,000)
<b>核心企业价值</b>	<b>113,736</b>	<b>127,729</b>	<b>162,758</b>	<b>132,280</b>	<b>68,383</b>	<b>19,983</b>	<b>20,514</b>	<b>25,587</b>
<b>增长率(%)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
营业收入	41.5	43.7	31.3	20.2	15.6	29.1	-31.6	-40.9
息税折旧摊销前利润(UBS)	41.0	33.9	15.6	19.5	19.0	20.2	-28.9	-47.2
息税前利润(UBS)	41.0	33.9	15.6	18.4	19.1	20.4	-29.3	-48.2
每股收益(UBS 稀释后)	43.5	30.4	19.8	23.5	20.7	19.0	-27.9	-53.1
每股股息净值	30.0	38.6	127.6	24.6	20.7	19.0	-27.9	-53.1
<b>利润率与盈利能力(%)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
毛利率	28.9	26.0	22.9	22.7	23.0	21.8	22.4	20.2
息税折旧摊销前利润率	21.9	20.4	18.0	17.9	18.4	17.1	17.8	15.9
息税前利润率	21.8	20.3	17.9	17.6	18.2	16.9	17.5	15.3
净利 (UBS) 率	13.5	12.3	11.2	11.5	12.0	11.1	11.7	9.3
ROIC (EBIT)	22.8	24.4	21.9	24.2	50.7	124.9	64.4	27.2
税后投资资本回报率	16.5	17.9	16.2	17.8	36.6	NM	46.8	19.7
净股东权益回报率(UBS)	19.9	21.7	21.6	22.3	22.7	22.8	14.5	6.5
<b>资本结构与覆盖率</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
净债务/息税折旧摊销前利润	1.0	0.9	1.3	(0.2)	(3.1)	(2.8)	(4.0)	(7.1)
净债务/总权益	23.8	23.5	30.7	(4.3)	(72.4)	(64.9)	(61.5)	(56.1)
净债务/(净债务 + 权益)	19.2	19.0	23.5	(4.5)	NM	NM	NM	NM
净债务/企业价值	14.2	15.1	19.9	(4.1)	NM	NM	NM	NM
资本支出 / 折旧 %	NM	145.3	NM	NM	NM	NM	NM	NM
资本支出/营业收入(%)	0.4	0.1	1.8	0.7	0.7	0.6	0.9	1.8
息税前利润/净利息	30.7	27.4	27.1	33.9	38.1	43.6	32.3	18.8
股息保障倍数 (UBS)	6.8	6.4	3.4	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
股息支付率 (UBS) %	14.7	15.7	29.8	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
<b>分部门收入 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
其他	71,783	103,116	135,419	162,798	188,214	242,925	166,058	98,197
<b>总计</b>	<b>71,783</b>	<b>103,116</b>	<b>135,419</b>	<b>162,798</b>	<b>188,214</b>	<b>242,925</b>	<b>166,058</b>	<b>98,197</b>
<b>分部门息税前利润 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
其他	15,641	20,942	24,209	28,673	34,163	41,132	29,080	15,067
<b>总计</b>	<b>15,641</b>	<b>20,942</b>	<b>24,209</b>	<b>28,673</b>	<b>34,163</b>	<b>41,132</b>	<b>29,080</b>	<b>15,067</b>

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

## 预测回报率

---

预测股价涨幅	+78.9%
预测股息收益率	6.7%
预测股票回报率	+85.6%
市场回报率假设	9.6%
预测超额回报率	+76.0%

---

### 瑞银每股收益预期和市场每股收益一致预期。

瑞银每股收益预测是一个调整后的摊薄每股收益指标。该指标采用瑞银分析师所认为的适合用于估值用途的盈利除以摊薄后股票数量计算得出。其计算方法可能不同于市场每股收益一致预期所采用的计算方法。

### 风险声明

我们认为公司股价的主要风险包括：1) 公司房地产开发项目主要位于一二线城市，因此如果这些城市的商品房需求低于预期，公司的销售业绩可能受到负面影响；2) 公司可能因为房地产调控而面临一定的资金压力。

## 要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：[www.ubs.com/disclosures](http://www.ubs.com/disclosures)。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

**分析师声明：**每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

### 瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银 12 个月评级	定义	覆盖 <sup>1</sup>	投资银行服务 <sup>2</sup>
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	44%	36%
中性	股票预期回报在市场回报预期 ±6% 范围内。	45%	35%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	23%
瑞银短期评级	定义	覆盖 <sup>3</sup>	投资银行服务 <sup>4</sup>
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2013 年 12 月 31 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

**主要定义** **预测股票收益率（FSR）** 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设（MRA）** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价） **处于观察期（UR）：** 分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

**例外和特殊案例** **英国和欧洲投资基金的评级和定义：** **买入：** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极； **中性：** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性； **减持：** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外（CBE）：** 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间（+/-6%）之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会（NASD）和纽约证券交易所（NYSE）注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受 NASD 和 NYSE 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司：李宗彬。

### 涉及报告中提及的公司的披露

公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
万科 A <sup>4</sup>	000002.SZ	买入	不适用	Rmb7.50	2014 年 03 月 11 日

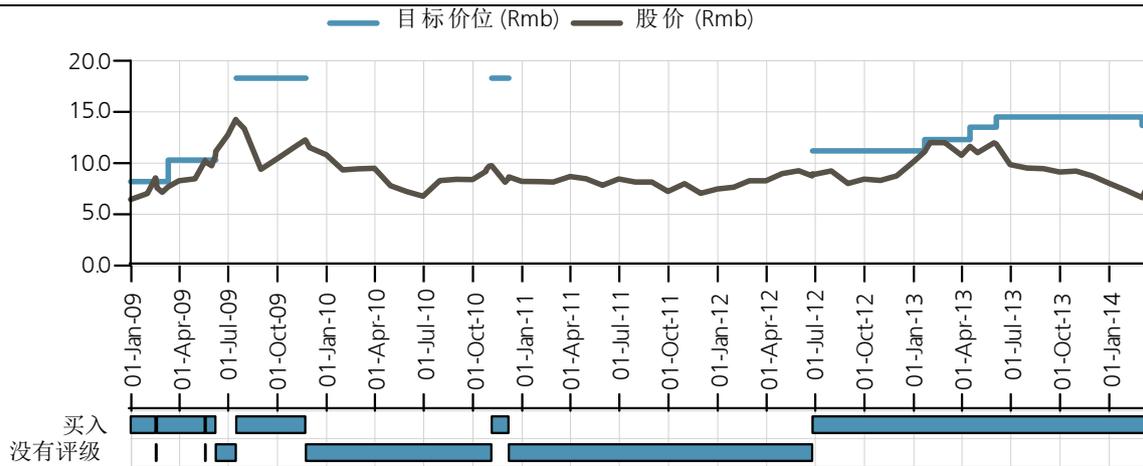
资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

4. 在过去的 12 个月里，UBS AG, 其关联单位或子公司在对该公司/实体的投资银行业务中取得过报酬。

除非特别指出,请参考这份报告中的“价值与风险”章节。

## 万科 A (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 3 月 11 日

## 全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值,亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

**英国和欧洲其他地区：** 除非在此特别申明，本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。**法国：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities France S.A. 分发。UBS Securities France S.A. 受法国审慎监管局（ACP）和金融市场管理局（AMF）监管。如果 UBS Securities France S.A. 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A. 编制。**德国：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局（BaFin）监管。**西班牙：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会（CNMV）监管。**土耳其：** 由 UBS Limited 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此，本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》（法律编号：6362）规定颁发的许可。因此，在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下，本文件或任何其它涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是，根据第 32 号法令第 15 (d) (ii) 条之规定，对于土耳其共和国居民在海外买卖证券，则没有限制。**波兰：** 由 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分发。**俄罗斯：** 由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士：** 仅由 UBS AG 向机构投资者分发。**意大利：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会（CONSOB）监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非：** 由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited 分发。**以色列：** 本文件由 UBS Limited 分发，UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd 是由以色列证券监管局（ISA）监管的持牌投资推介商。UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格投资者”，任何其他人不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯：** 本文件由瑞银集团（及/或其子公司、分支机构或关联机构）分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia（瑞银集团子公司）的批准，该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司，商业注册号 1010257812，注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务，并接受其监管，业务牌照号 08113-37。**美国：** 由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构--UBS Financial Services Inc. 分发。UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构（“非美国关联机构”）仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。**加拿大：** 由 UBS Securities Canada Inc. 或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc. 是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**巴西：** 除非具体说明，否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发。给居住在巴西的有资格投资者，包括：(i) 金融机构，(ii) 保险公司和投资资本公司，(iii) 补充性养老金实体；(iv) 金融投资额高于 \$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者；(v) 投资基金；(vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 授权的证券投资组合经理及证券顾问；(vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港：** 由 UBS Securities Asia Limited 分发。**新加坡：** 由 UBS Securities Pte. Ltd[mica (p) 107/09/2013 和 Co. Reg. No.: 198500648C] 或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜，请向 UBS Securities Pte Ltd，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问；或向 UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本：** 由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 仅向机构投资者分发。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 编制，则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者，出版人及发布者。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发与外汇及其他银行业务相关的专业投资者（除非另有许可）。**澳大利亚：** 1) 由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）和/或 UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231098）分发。本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法 761G 条所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品，零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。2) UBS Wealth Management Australia Ltd 的客户：此声明由 UBS Wealth Management Australia Ltd. 分发。给 UBS Wealth Management Australia Ltd ABN 50 005 311 937（澳大利亚金融服务执照号：231127）Chifley Tower, 2 Chifley Square, Sydney, New South Wales, NSW 2000 的客户。本文仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。由此本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应咨询独立顾问、并考量任何其他相关文件（包括任何产品披露声明）。UBS AG 被授权在澳大利亚提供与外汇合约有关的金融产品建议，因此 UBS AG 负责给出所有外汇及汇率方面的一般建议。**新西兰：** 由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议，它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜：** 由 UBS AG Dubai Branch 分发，仅供专业客户使用，不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国：** 由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚：** 本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x) 于马来西亚分发。**印度：** Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码: +912261556000 SEBI 注册号: NSE 现金交易: INB230951431, NSE 期货与期权: INF230951431; BSE 现金交易: INB010951437.

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2014 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

