

2014年03月13日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元)

8.5元

公司基本资讯

产业别	房地产
A 股价(2014/3/12)	7.60
深证成指(2014/3/12)	7217.02
股价 12 个月高/低	12.36/6.57
总发行股数(百万)	11014.97
A 股数(百万)	9676.19
A 市值(亿元)	837.14
主要股东	华润股份有限公司 (14.70%)
每股净值(元)	6.98
股价/账面净值	1.09
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	1.1 -11.0 -31.1

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2014-02-11	7.55	买入

产品组合

房地产	99.2%
其他	0.8%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	29.7%
券商集合理财	0.3%

股价相对大盘走势



万科(000002/200002.SZ)

Buy 买入

销售创新高, 分红超预期

结论与建议:

公司公布 2013 年年报, 公司业绩继续引领整个行业, ROE 水平也维持在历史高点, 而分红比例又大幅超出预期, 高达 30%; 公司“B 转 H”申请获证监会核准, 未来成功转股概率将加大; 公司 2014 年 1-2 月销售业绩在同行业中表现靓丽。公司捷报不断, 值得我们期待。

- **销售金额再创行业新高:** 2013 年公司实现销售面积 1490 万平方米, 销售金额 1709 亿元, 同比分别增长 15% 和 21%, 年度销售金额再度刷新行业记录。从营收方面来看, 公司实现营业收入 1354 亿元, 净利润 151 亿元, 同比分别增长 31% 和 21%, EPS 为 1.37 元, 同比增长 20%。我们预计公司 2014 年将有超过 3000 亿元的可售资源, 销售收入预计将超过 2000 亿元。
- **毛利率下降, 但 ROE 仍维持历史高点:** 2013 年公司销售毛利率伴随着行业大环境由 2012 年的 36.6% 下降至 31.5%, 但与此同时, 公司更加重视的 ROE 水平仍保持在 2012 年所达到的历史高位 19.66%, 主要源自于公司管理能力的持续增强, 三项费用的下降, 以及公司“小股操盘”模式的深入探索。随着 2014 年结算均价的上升, 管理能力的继续强化, 我们预计公司毛利率将会有所回升, ROE 也将随之继续提升。
- **高分红彰显投资价值:** 2013 年公司预计分配现金股利 45 亿元, 占公司合并净利润由 2012 年的 16% 提升至 30%, 远高于内地上市的房企。公司计划每 10 股派现金 4.1 元 (含税), 股息同比增长 128%, 按 2014 年 3 月 7 日股价和 5%-10% 的税率计算, 扣税后股息率可达 5.1%-5.4%, 并且公司计划在此基础上稳步继续提升分红比率。公司“B 转 H”的申请已在 2014 年 3 月 3 日获得正式获得证监会核准, 公司公布的现金选择权对价显示了公司对自身价值的认可以及股价被低估的不认同, 对公司股价有提振作用, 根据中集集团和丽珠集团成功“B 转 H”的经验来看, 我们认为未来选择现金对价的股东将会较少, 则公司成功“B 转 H”的概率较大。而大幅提高股息率将有利于公司未来“B 转 H”成功后获得港股投资者的认同, 提高公司在国际市场上的曝光度, 为公司未来在海外市场的发债融资以及在香港融资奠定了良好的基础, 并且高分红将会增加对长期投资者的吸引力。
- **盈利预测与投资建议:** 预计公司 2014、2015 年净利润将达到 189 亿元和 230 亿元, YOY 增长 30.3% 和 32%, EPS1.72 元和 2.09 元, A 股对应 PE 为 4.4 倍和 3.6 倍, PB1.09 倍, B 股对应 PE 为 6 倍和 4.9 倍, PB1.46 倍, 估值处于较低位置, 给予 A 股的买入建议, B 股持有的投资建议。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	9625	12551	15119	18908	22975
同比增减	%	32.2%	30.4%	20.5%	25.1%	21.5%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.88	1.14	1.37	1.72	2.09
同比增减	%	32.2%	30.4%	20.2%	25.1%	21.5%
A 股市盈率(P/E)	X	8.7	6.7	5.5	4.4	3.6
B 股市盈率(P/E)		11.7	9.0	7.4	6.0	4.9
股利 (DPS)	RMB 元	0.13	0.16	0.41	0.52	0.63
股息率 (Yield)	%	1.71%	2.11%	5.39%	6.84%	8.29%

### 销售金额再创行业新高

2013 年公司实现销售面积 1490 万平方米，销售金额 1709 亿元，同比分别增长 15% 和 21%，年度销售金额再度刷新行业记录。由于 2013 年全国房价的上涨，销售金额的增速快于销售面积的增速。2014 年初，公司在去年较高的基期下，1-2 月仍然累计录得销售面积 294 万平米，销售金额 398 亿元，分别同比增长 20% 和 40% 的成绩，而同时期保利地产同比下降 11% 和 6%，金地集团同比下降 43% 和 40%，可以看出公司销售力度十分强劲。

2013 年公司实现结算面积 1231 万平，结算收入 1328 亿元，分别同比增长 37% 和 31%；实现营业收入 1354 亿元，净利润 151 亿元，同比分别增长 31% 和 21%；EPS 为 1.37 元，同比增长 20%。基本符合预期。

公司尚有 1437 万平方米已售资源未结转，合同金额合计约 1623 亿元，较 2013 年初分别增长 6% 和 13%。充足的已售未结资源已可以锁定公司 2014 年收入。

2013 年公司实现开工面积 2131 万平方米，竣工面积 1303 万平方米，较 2012 年分别增长 48.7% 和 33.1%，2014 年，公司现有项目预计新开工面积 2238 万平方米，竣工面积 1480 万平方米，预计同比分别增长 5% 和 14%。公司降低了新开工和竣工面积的增速的预计，可以看出公司对市场未来的谨慎态度。但公司在多数企业 2014 年 1-2 月销售下降时仍能保持较高速增长，让我们充满期待，我们预计公司 2014 年将有 3000 亿元的可售资源，销售收入有望达到 2000 亿元。

图 1: 累计销售面积及同比增速 (万平方米)

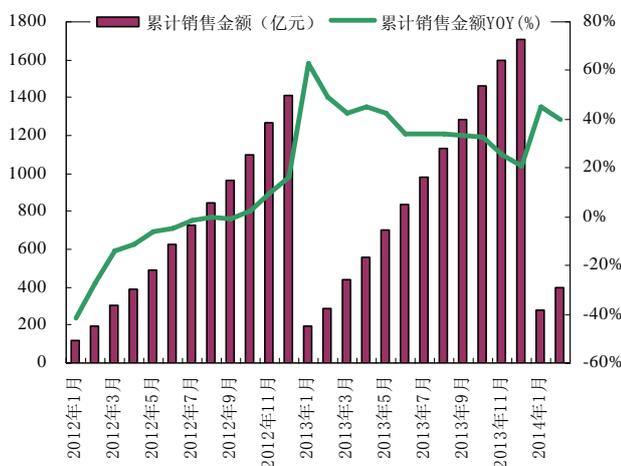
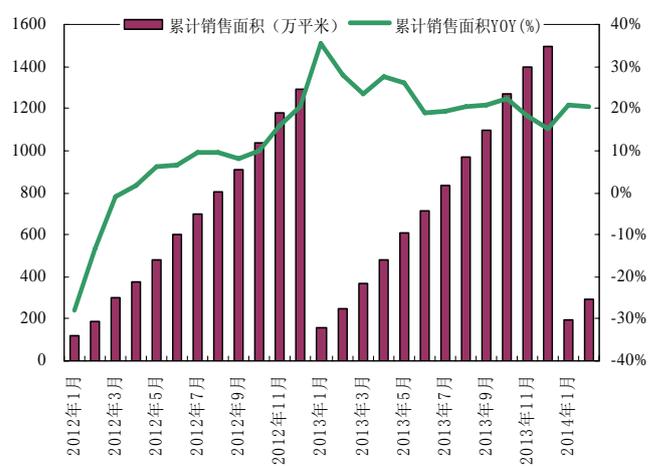


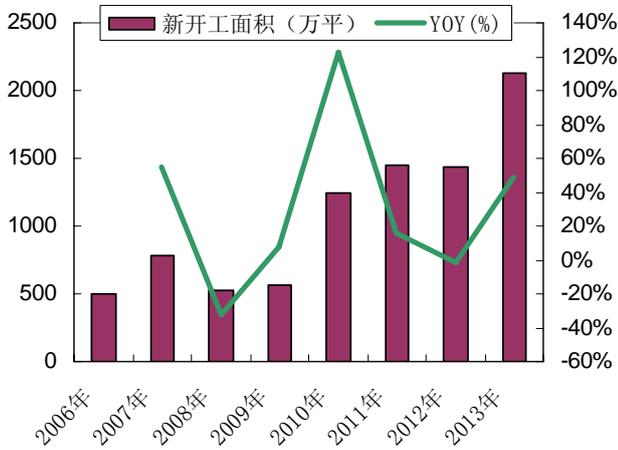
图 2: 累计销售金额及同比增速 (亿元)



资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

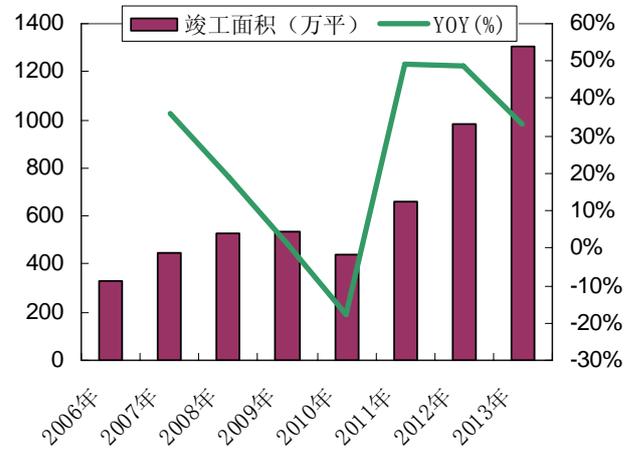
资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

图 3:新开工面积及同比增速 (万平方米)



资料来源: 公司公告, 群益证券上海研究部

图 4: 竣工面积及同比增速 (亿元)



资料来源: 公司公告, 群益证券上海研究部

### 毛利率下降, 但 ROE 仍维持在高点

#### 毛利率有望回升

2013 年公司销售毛利率由 2012 年的 36.6% 下降至 31.5%。除行业毛利率整体呈下降趋势外, 主要原因是: 1. 2011 年下半年调整期的低价房进入结算周期, 拉低结算均价。公司 2013 年结算均价为 10787 元每平, 较 2012 年下降 4.5%。2. 公司结算中的装修房占比升至 9 成, 而装修房的毛利率低于毛坯房, 拉低了整体毛利率水平。

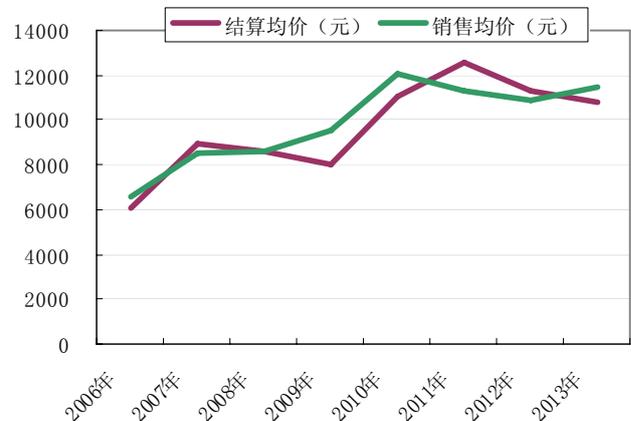
我们认为公司未来两年毛利率将有所回升: 一方面, 2012 年末及 2013 年出售的高价房将进入未来两年的结算周期, 根据我们统计, 公司 2012 年 7 月至 2013 年 7 月的平均销售价格为 11563 元每平, 相对于 2013 年结算价格的 10787 元每平有 7.2% 的增长, 当这部分销售额进入结算部分后将会明显抬升毛利率水平; 另一方面, 公司装修房战略已基本完成, 未来装修房结算比例提升空间有限, 不会继续拉低毛利率水平。

图 5:毛利率 (%)



资料来源: 公司公告, 群益证券上海研究部

图 6: 销售均价与结算均价 (元)



资料来源: 公司公告, 群益证券上海研究部

在毛利率下降的同时，公司的 ROE 水平却仍能保持在 2012 年所达到的历史高位 19.66%，主要得益于公司管理能力的增强，三项费用的下降以及公司“小股操盘”轻资产运营模式探索的不断深入。

**“有质量的增长”，ROE 有望再次提升**

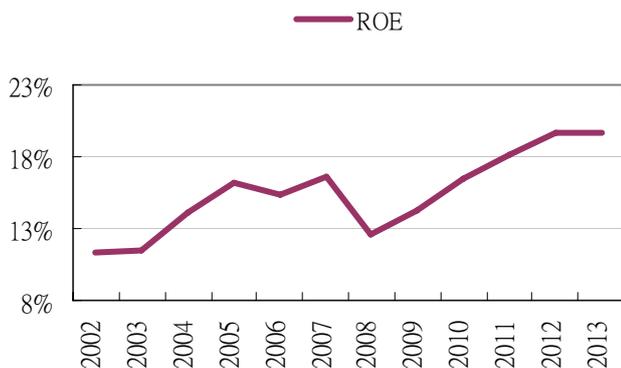
公司自 2010 年提前实现搭建千亿管理平台后，公司的三项费用率呈现逐年下降的趋势，2013 年的三项费用率已降至 5.7%，比 2012 年降低 0.7 个百分点。公司持续践行管理结构的调整，向精细化管理方向发展，我们预计公司未来随着管理能力的持续加强，财务结构的优化，三项费用还将继续下降。

“小股操盘”是公司合作开发模式的进一步深化，即公司在合作项目中不控股，但项目仍然由公司团队操盘，使用公司的品牌和产品体系，共享公司的信用资源和采购资源。通过输出管理和品牌，这种轻资产模式有利于提升公司的净资产收益率，公司可以在同等的资产规模下支持更大的经营规模，进而获得更大的市场份额。

我们预计，随着未来毛利率的回升，管理能力的持续提升以及“小股操盘”轻资产运营模式探索的继续深入，ROE 水平还将继续上升。

图 7:净资产收益率 ROE (%)

图 8: 三项费用率 (%)



资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

**高分红彰显投资价值**

公司公布了 2013 年分红预案，预计将分配现金股利 45 亿元，占公司的合并净利润比重由 2012 年的 16% 提升至 30%，远高于内地上市的其他房企。公司计划每 10 股派现金 4.1 元（含税），股息同比增长 128%，按 2014 年 3 月 7 日股价以及 6% 的税率计算，扣税后的股息率可达 5.3%，并且公司计划在此基础上稳步提升分红比率。

公司“B 转 H”的申请已在 2014 年 3 月 3 日获得正式获得证监会核准，公司同时公布了现金选择支付方案，对有效申报的每一股万科 B 股所获得的初始现金对价为 13.13 港元，除息后的现金对价为 12.91 港元/股，当最后选择行使现金选择权的股份数未超过 B 股总股份数的 1/3 时，则股票将转移至香港联交所挂牌交易。

公司公布的现金选择权对价 12.91 港元/股，高于 2014 年 3 月 3 日 B 股当天 11.25 港元/股的股价，显示了公司对自身价值的认可以及股价被低估不认同的态度。公司限定了当选择行使现金对价的股份数超过 B 股总股份数的 1/3 时，则转股不成功，但从中集集团和丽珠集团成功转股的案例来看，两家公司转股后首日价格分别相对于 B 股停牌价有 55% 和 32% 的涨幅，我们认为未来在临近选择权行使日时，公司的 B 股股价将会非常接近现金选择权对价 12.91 港元/股，则将会有较少股东选择行使现金选择权，公司“B 转 H”成功的概率将会较大。从目前来看，公司股价仍然处

在被低估的状态。

从中集集团和丽珠集团转股后股价表现，我们认为未来万科若成功转股后也将会有不错的获利空间，并且股价将会与 A 股形成较大的鸿沟，对于 A 股也将会有提振作用。

公司 2013 年的分红比例已超过与万科体量相当的香港上市的内地房企中国海外发展，这将有利于公司未来“B 转 H”成功后获得港股投资者的认同，提高公司在国际市场上的曝光度，对公司在未来海外市场的发债融资，以及在香港融资奠定了良好的基础，并且高分红将会增加对长期投资者的吸引力。

表1：香港与内地上市的内地房地分比对比

分红比例 (%)	2010	2011	2012	2013
万科 A(000002.SZ)	15.1%	14.9%	15.8%	29.9%
招商地产(000024.SZ)	10.2%	13.3%	15.5%	
保利地产(600048.SH)	19.8%	19.6%	19.6%	
金地集团(600383.SH)	10%	10.1%	10.6%	
中国海外发展 (0688.HK)	17.8%	17.9%	17.9%	

### 投资建议

预计公司 2014、2015 年净利润将达到 189 亿元和 230 亿元，YOY 增长 30.3%和 32%，EPS1.72 元和 2.09 元，A 股对应 PE 为 4.4 倍和 3.6 倍，PB1.09 倍，B 股对应 PE 为 6 倍和 4.9 倍，PB1.46 倍，估值处于较低位置，给予 A 股的买入建议，B 股持有的投资建议。

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER  $\geq$  30%); 买入 Buy (30% > ER  $\geq$  10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER  $\leq$  -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER  $\leq$  -30%)

附一: 合并损益表

百万元	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	71783	103116	135419	167622	199972
经营成本	43228	65422	92798	111955	131521
营业税金及附加	7779	10916	11545	15706	18997
销售费用	2557	3056	3865	4861	5939
管理费用	2578	2780	3003	4023	5159
财务费用	510	765	892	1207	1580
资产减值损失	65	0	60	0	0
投资收益	700	929	1005	1123	1310
营业利润	15763	21013	24261	30993	38085
营业外收入	76	145	119	150	187
营业外支出	34	88	89	79	83
利润总额	15806	21070	24291	31064	38189
所得税	4206	5408	5993	7921	9929
少数股东损益	1975	3111	3179	4235	5285
归属于母公司所有者的净利润	9625	12551	15119	18908	22975

附二: 合并资产负债表

百万元	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
货币资金	34240	52292	44365	44765	46103
应收账款	1515	1887	3079	8255	11226
存货	208335	255164	331133	366598	423073
流动资产合计	282647	362774	442047	491650	559866
长期股权投资	6426	7040	10637	11383	12434
固定资产	1596	1612	2130	2504	2735
在建工程	706	1051	914	1037	1123
非流动资产合计	13562	16028	37159	66308	74960
资产总计	296208	378802	479205	557958	634826
流动负债合计	200724	259834	328922	387233	439338
非流动负债合计	27652	36830	44844	47871	51313
负债合计	228376	296663	373766	435103	490651
少数股东权益	14865	18313	28543	32779	38063
股东权益合计	52968	63826	76896	90076	106112
负债及股东权益合计	296208	378802	479205	557958	634826

附三: 合并现金流量表

百万元	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
经营活动产生的现金流量净额	3389	3044	1955	2358	2990
投资活动产生的现金流量净额	-5653	-7289	-5133	-6970	-7930
筹资活动产生的现金流量净额	807	22922	-4748	5012	1331
现金及现金等价物净增加额	-1483	18677	-7926	400	1338

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不在此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。