

万科A (000002)

推荐

行业：房地产开发

**“小股操盘”、“合伙人制”、低成本融资下稳定增长**

作者

署名：李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@china-invs.cn

公司2013年实现营业收入1354.2亿元(+31.3%)，其中房地产结算收入1327.9亿元(+30.7%)；净利润151.2亿元(+20.5%)，EPS1.37元，ROE19.7%；扣非后净利润151.14亿元(+20.8%)，拟每10股派发现金红利4.1元。

**投资要点：**

- ◇ **2013年业绩稳步增长，股东回报提升。**13年，公司业绩总体实现稳步增长，利润率有所下降。预计14年销售、结算将维持较好的增长。整体财务状况稳健，可以保证稳定的增长。坚持“有质量的增长”，提高分红比例，经营效率提升，充分体现了公司在整体经营上的战略：1. 结算中装修房比例的上升使回报率有所提高，是效率提升的表现；2. “小股操盘”的轻资产模式帮助提升公司的净资产收益率。
- ◇ **未来10年公司内涵式增长，传统业务下沉，总部孵化新业务，有望出现新业务模式；**坚持“城市配套服务商+产业化”道路、通过“轻资产、重运营”小股操盘模式、借助网络营销等，在“事业合伙人制”激励下，公司业务有望保持稳定增长。
- ◇ **公司财务稳健有望在银行非标业务调整、信托规模收缩、行业加速洗牌中获取更多低成本资源。**公司13年新开工2131万平米，新增建面3364万平米，权益建面2148万平米，未开工资源4495万平米，未来货量及资源充足。预计14年货量有望达3000亿元，产品90%以上为刚需产品，符合主流需求，亦符合信贷政策导向。预计14年销售稳定增长15%（1965亿元），若市场超预期的好，公司有效利用互联网平台销售增长20%或可期。
- ◇ **预计14-16年EPS1.64、1.87和2.24元，对应PE为5/4/3倍，投资价值低估，再次“推荐”。**

**风险提示：**房地产信贷房贷等资金收紧，行业加速调控可能带来销售盈利下降以及新盈利模式短期见效慢等的风险。

**主要财务指标**

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	135419	159794	191753	224351
收入同比(%)	31%	18%	20%	17%
归属母公司净利润	15119	18087	20582	24681
净利润同比(%)	20%	20%	14%	20%
毛利率(%)	31.5%	33.0%	32.0%	32.0%
ROE(%)	19.7%	19.1%	18.4%	18.5%
每股收益(元)	1.37	1.64	1.87	2.24
P/E	5.49	4.59	4.03	3.36
P/B	1.08	0.88	0.74	0.62
EV/EBITDA	4	4	3	3

资料来源：中国中投证券研究总部

**6-12个月目标价：** 11

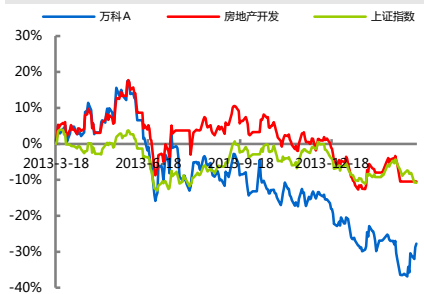
当前股价： 7.76

评级调整： 维持

**基本资料**

总股本(百万股)	11,015
流通股本(百万股)	9,676
总市值(亿元)	849
流通市值(亿元)	746
成交量(百万股)	149.24
成交额(百万元)	1,149.90

**股价表现**



**相关报告**

《万科A-签约滞后致销售激增》

2014-02-10

《万科A-货量充足，销售将持续增长》

2014-01-06

《万科A-持续积极扩张，奠定未来增长》

2013-12-05

## 一、2013 年业绩稳步增长，股东回报提升

### 业绩总体实现稳步增长，利润率有所下降

2013 年公司实现销售面积 1489.9 万平方米，销售金额 1709.4 亿元，同比分别增长 15.0%和 21.0%。13 年新推盘的当月销售率总体上保持在 60%左右。产品定位于自住家庭住房，144 平米以下的普通商品房占 91.5%，基本达到九成全装修。

营业收入 1354.2 亿元，净利润 151.2 亿元，同比分别增长 31.3%和 20.5%。但营业利润率比上年有所下降。一方面因为结算中装修房比例的上升导致成本上涨；另一方面由于 2011 年下半年市场调整期内售出的房屋进入结算期。由于 13 年平均售价较 12 年 10%左右的回升，预期 14 年公司结算利润率将有所回升。受土地成本、消费力及经济放缓影响，预计行业利润率下降还将持续一段时间。

### 整体财务状况稳健，可以保证稳定的增长

虽然公司上年度经营活动产生的现金流量出现大幅下降，导致其现金-短债数量减少，但这主要是因为使用货币资金储备资源、增加存货造成，但扣除 1 年到期的流动负债后仍有高额的账面现金 164 亿元，流动性依然充足。而且考虑到其净负债率仅为 30.7%，继续保持在行业最低水平，公司资金状况良好。

### 坚持“有质量的增长”，现金分红率提升至 30%，经营效率提升

虽然营业利润率下降，但净资产收益率反而逐年上升，净资产收益率依然达到 19.66%，分红派息力度大幅提高。分红派息率提高至 30%，每 10 股派送人民币 4.1 元(含税)现金股息。13 年公司净资产收益率维持高位，维持了上年度 19.7%的水平，充分体现了公司在整体经营上的战略：1. 结算中装修房比例的上升使回报率有所提高，是效率提升的表现；2. “小股操盘”的轻资产模式帮助提升公司的净资产收益率。预计未来公司的小股操盘模式将进展顺利，分红率仍将有提升空间。

### 预计 14 年销售、结算将维持 15%-20%的增长

公司存货储备量的大幅增加为其未来新项目建设提供保障，同时，公司尚余 1623 亿元未结已售资源，锁定 14 年全部业绩，确认收入后会带来销售、结算收入的稳定增长。2013 年新开工面积 2131 万平方米，同比增 48.7%，14 年货量充裕，拓宽互联网等的销售将使销售保持稳定增长 (+15-+20%)。

## 二、丰富服务内容、“轻资产、重运营”小股操盘新模式保持持续增长

### 坚持“一二三”原则，产品服务内容不断丰富

(1) 一条底线——质量第一。(2) 两项发展战略——城市配套服务商+产业化。一是社区小配套，包括第五食堂、幸福驿站等，二是大配套，包括体验式生活中心、新兴产业园模式、养老住宅，提供全生命周期服务。探讨为住户提供基于移动互联网的服务平台。目前基于客户需求推出的衍生服务取得良好成效。住宅产业化，一是装修房，

基本达致目标,二是工厂化,三是绿色建筑。(3)三个经营策略:主流定位、快速周转、谨慎投资。

**和城市共发展,围绕城市配套服务商的定位,巩固传统业务,完善社区服务平台,关注新细分市场机会,为企业成长持续注入动力,培育和提升新业务能力。通过客户规模增长、建立更高的门槛和行业标准来赚钱**

建立新的业务方向:(1)轻资产模式(“轻资产、重运营”)——小股操盘,项目由万科“操盘、不控股”,使用万科品牌、产品体系、信用资源和采购资源,通过输出管理和品牌,资金占用少。该种轻资产模式启发自美国铁狮门,摆脱增长对股权融资的依赖,提高为股东创造回报的能力,即净资产收益率。持有物业在开工前做好资产分离计划,不做持有物业业主。小股操盘可通过互联网解决透明度。公司未来增长不依赖规模。(2)混合所有制——国有企业改制机会。类似华润对待万科那样去对待别的企业。

#### **借助互联网等手段进一步降低营销费用率**

过去10年是灵活应对政策变化,是业务比较单一的10年。下一个10年是应对移动互联网的冲击,探索新业务,是进入新发展阶段的10年。公司已尝试用淘宝、微信卖房,与搜房网合作,用互联网工具、网络资源以更低成本更快卖房子。目前在尝试用互联网方式解决尾盘的问题,可以极大提升盈利水平、现金回收速度。未来,有效借助互联网等手段将有效降低营销费用率等。

### **三、内涵式增长,“事业合伙人制”走上前台,走出国门降低融资成本**

#### **内涵式增长,“事业合伙人制”激励模式走上前台**

不再走速度、规模的旧跑道。研究每个城市需要什么,住宅仍是大头,没有任何理由放弃。未来的10年,公司将走内涵式的增长道路,付出的钱(股东回报)比拿的钱多。将传统业务下沉,总部转变为新业务孵化器,不再是住宅总部,住宅业务委托给4个区域,每个区域20多个人。3月份公司将成立“试错委员会”,探索经得起推敲并能够做到的新的业务模式。

当前公司的经理人制度不能让投资人完全信任,3月份公司的“事业合伙人制”正式启动,取代其他如股权激励等方式。我们认为“事业合伙人制”更能激励团队奋发图强,锐意进取,有效发展。

#### **稳步推进国际化战略,学习先进管理经验与模式,拓宽低成本融资渠道**

目前已介入4个国际项目,占比仅为公司项目的1%。公司介入国际化3种考虑,一是学习,二是走出去请进来,三是为客户提供海外机会。目的是提高经营管理水平,重心还是发展国内市场。

除参与海外项目开发,良好的资本市场信用评级,也公司成为境外资金乐于合作的对象。13年3月,首次完成境外8亿美元5年期、年息2.625%的债券发行。同年7月,境外子公司再次设立多币种、多期限、融资灵活快捷的20亿美元中期票据计划。14年3月,B股转H股方案已获证监会批复核准,为拓展境外资源开辟来广阔的空间。

此外，公司在 13 年还入股徽商银行，旨在做供应链融资的探索，帮助万科 8500 家供应商。

## 四、对 2014 年行业市场及销售谨慎乐观

公司高管对 2014 年市场谨慎乐观。仍看好未来 10-15 年市场的需求，中国的城市化还远未结束，对个别城市和区域谨慎。对目前市场高库存警惕，计划 14 年新开工+5%，但并不代表对未来悲观。刚需为主的自住购房需求仍是政府鼓励对象，在相对有限的信贷额度里面，银行会优先给万科这样的实力发展商，银根影响对公司的销售不会太大。

公司坚持理性投资，财务安全稳健。公司在城市拓展上严格根据“人口、基建、就业”的 PIE 模型。待开工项目资源合计建筑面积 4495 万平米，净负债率为 30.7%，在行业中处于低位。互联网时代更应做好主业，理解市场新的游戏规则，寻找新的伙伴，运用新的工具，将原有的业务做得更好。

## 五、诸多变革保持增长，再次推荐

未来 10 年公司内涵式增长，传统业务下沉，总部孵化新业务，有望出现新业务模式；坚持“城市配套服务商+产业化”道路、通过“轻资产、重运营”小股操盘模式、借助网络营销等，在“事业合伙人制”激励下，公司业务有望保持稳定增长。

公司财务稳健有望在银行非标业务调整、信托规模收缩、行业加速洗牌中获取更多低成本资源。公司 13 年新开工 2131 万平米，新增建面 3364 万平米，权益建面 2148 万平米，未开工资源 4495 万平米，未来货量及资源充足。预计 14 年货量有望达 3000 亿元，产品 90%以上为刚需产品，符合主流需求，亦符合信贷政策导向。预计 14 年销售稳定增长 15% (1965 亿元)，若市场超预期的好，公司有效利用互联网平台销售增长 20%或可期。

预计 14-16 年 EPS1.64、1.87 和 2.24 元，对应 PE 为 5/4/3 倍，投资价值低估，再次“推荐”。

附：公司 2013 年年报财务与经营等指标

图 1：经营情况

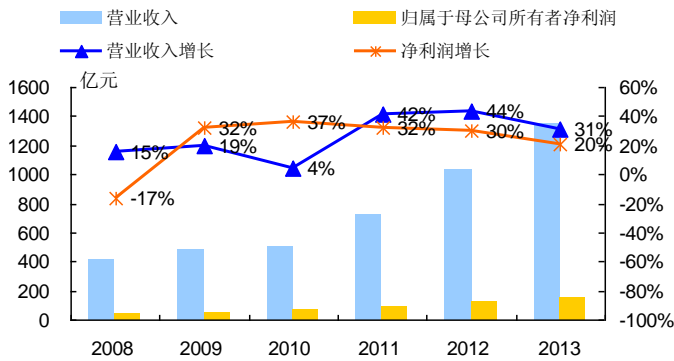


图 2：EPS 和 ROE

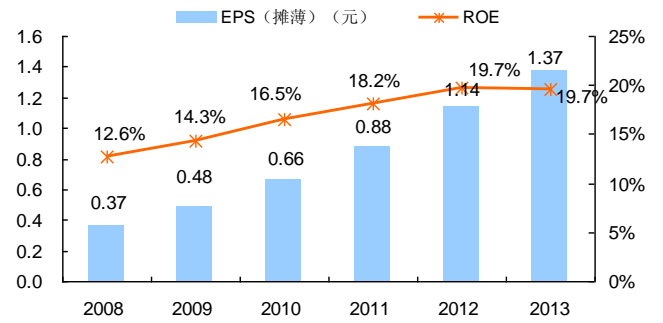


图 3：综合毛利率和净利率

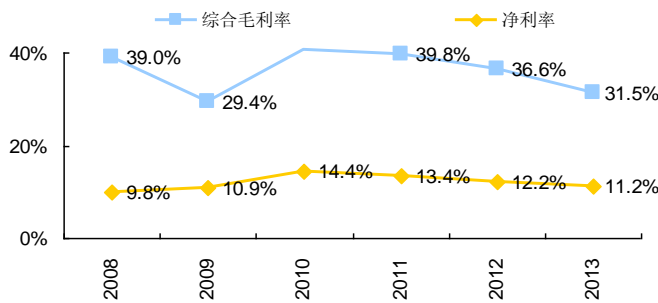


图 4：三费水平

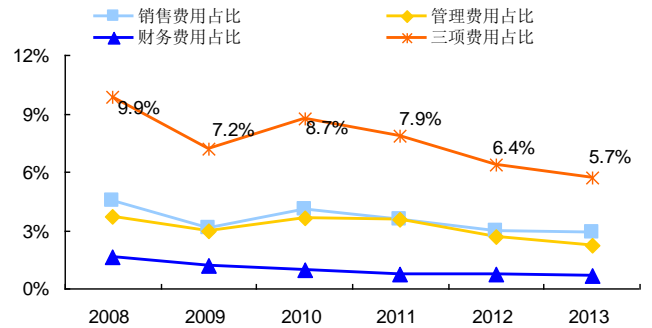


图 5：货币资金与短期负债

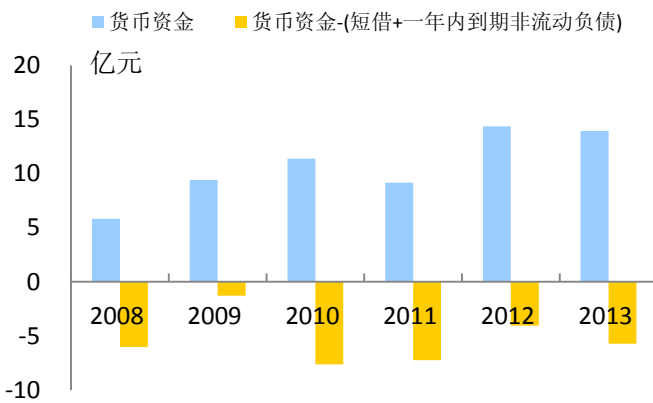
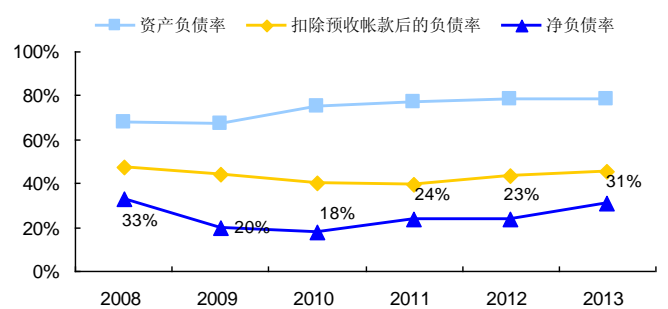


图 6：负债水平



数据来源：公司公告，中投证券研究总部



附：公司 14 年 2 月销售情况

图 1：万科月度销售面积、销售金额与销售均价

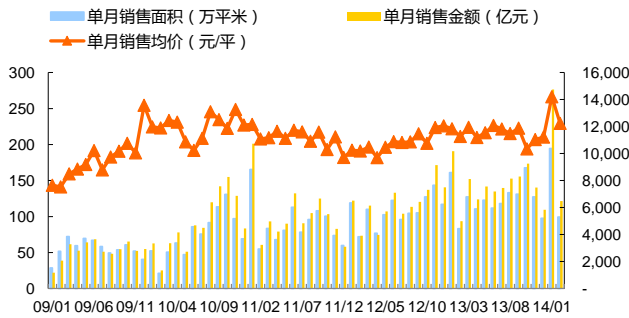


图 2：万科月度销售均价与累计销售均价

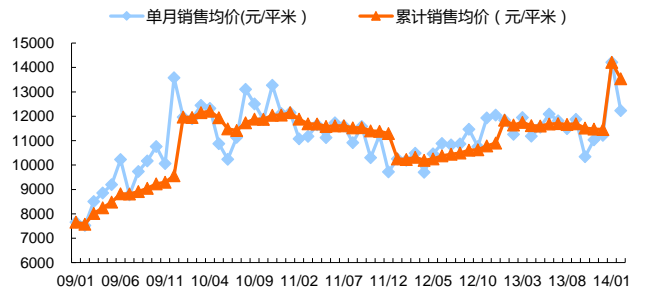


图 3：万科各年月度销售均价

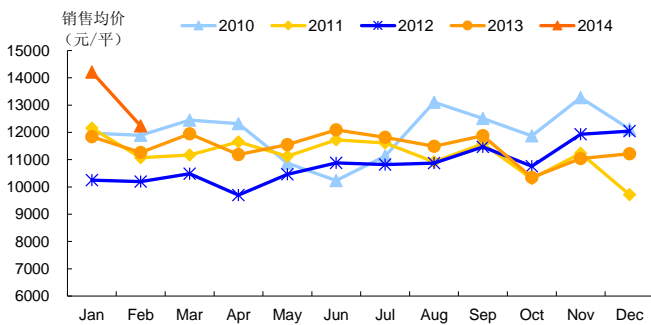


图 4：万科各年累计销售均价

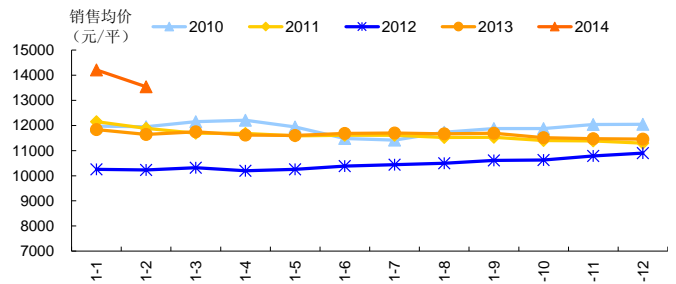


图 5：万科各年月度销售面积

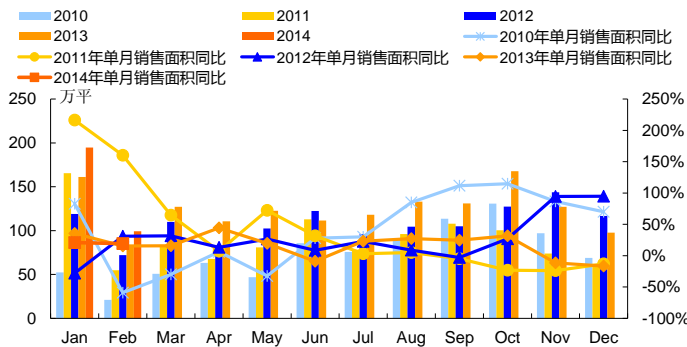


图 6：万科各年月度销售金额

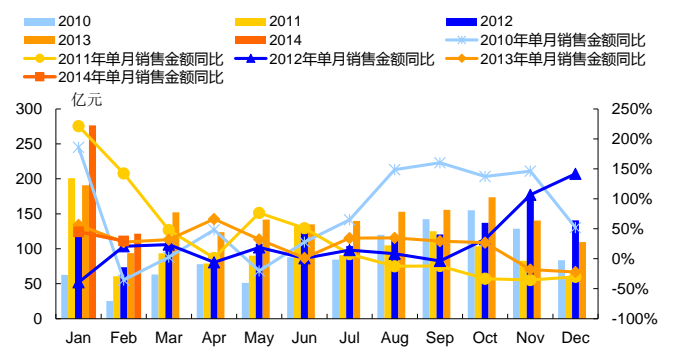


图 7：万科各年累计销售面积

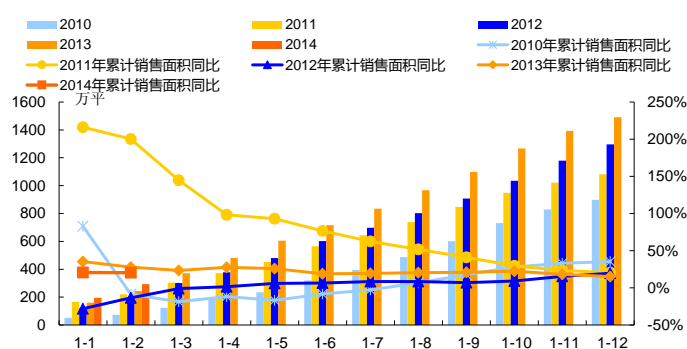
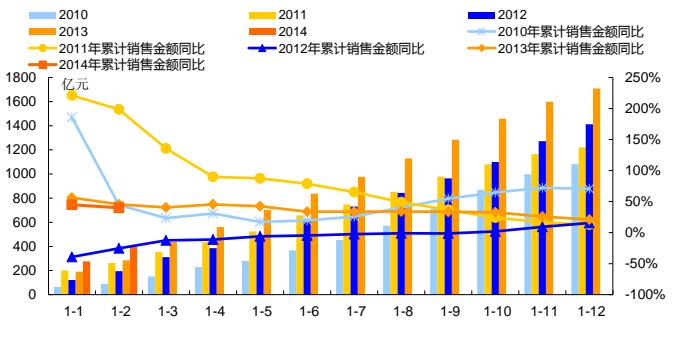


图 8：万科累计销售金额各年同期比较



数据来源：上市公司公告，中投证券研究总部

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	442047	517506	599076	695493
现金	44365	52732	69864	98006
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
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	479205	549416	630818	727068
<b>流动负债</b>	328922	375841	432481	498379
短期借款	5103	11514	5332	5563
应付账款	63958	63958	63958	63958
其他	155518	194398	242997	291596
<b>非流动负债</b>	44844	44844	44844	44844
长期借款	36683	36683	36683	36683
其他	8161	8161	8161	8161
<b>负债合计</b>	373766	420685	477325	543223
少数股东权益	28543	34255	41739	50714
股本	11015	11015	11015	11015
资本公积	8532	8532	8532	8532
留存收益	56842	74929	92207	113583
归属母公司股东权益	76896	94476	111754	133130
<b>负债和股东权益</b>	479205	549416	630818	727068

**现金流量表**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	1924	1257	24514	27659
净利润	18298	23798	28066	33656
折旧摊销	179	189	189	189
财务费用	892	282	-1075	-2476
投资损失	-1005	-1005	-1055	-1108
营运资金变动	-16008	-26178	-1610	-2602
其它	-432	4171	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-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
<b>筹资活动现金流</b>	-2058	6130	-8411	-598
短期借款	-4830	6412	-6182	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	-282	-2230	-829
<b>现金净增加额</b>	-8116	8367	17132	28143

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
<b>营业收入</b>	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	282	-1075	-2476
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
<b>营业利润</b>	24261	31731	37422	44875
营业外收入	119	0	0	0
营业外支出	89	0	0	0
<b>利润总额</b>	24291	31731	37422	44875
所得税	5993	7933	9355	11219
<b>净利润</b>	18298	23798	28066	33656
少数股东损益	3179	5712	7484	8975
<b>归属母公司净利润</b>	15119	18087	20582	24681
EBITDA	25332	32202	36536	42588
EPS (元)	1.37	1.64	1.87	2.24

**主要财务比率**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>成长能力</b>				
营业收入	31.3%	18.0%	20.0%	17.0%
营业利润	15.5%	30.8%	17.9%	19.9%
归属于母公司净利润	20.5%	19.6%	13.8%	19.9%
<b>获利能力</b>				
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%	19.1%	18.4%	18.5%
ROIC	23.9%	24.3%	27.3%	31.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	78.0%	76.6%	75.7%	74.7%
净负债比率				
流动比率	1.34	1.38	1.39	1.40
速动比率	0.34	0.32	0.32	0.33
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.32	0.31	0.32	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
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	1.37	1.64	1.87	2.24
每股经营现金流(最新摊薄)	0.17	0.11	2.23	2.51
每股净资产(最新摊薄)	6.98	8.58	10.15	12.09
<b>估值比率</b>				
P/E	5.49	4.59	4.03	3.36
P/B	1.08	0.88	0.74	0.62
EV/EBITDA	4	4	3	3

## 相关报告

报告日期	报告标题
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”》
2013-02-05	《20130205 公司研究-万科 000002-签约滞后成交大幅增加-推荐（中投证券李少明 陈舒静）》
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》



## 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,16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、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、华夏幸福、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,旨在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