

万科A (000002)

强烈推荐

行业：房地产开发

合伙人增持改革谋变，全球配置当然选择

作者

署名：李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@china-invs.cn

投资要点：

- 成交金额同比下降在预期中，拿地节奏提速，购地价格平稳。14年销售2151亿元+23%，远超行业水平，15年货量充裕，将继续跑赢行业水平，销售有望增长26%达2710亿元。万科1月推盘量小，1月销售面积196万方，销售金额232.1亿元，同比分别+0.7%和-16.1%。1月销售同比下降主因是13年平移到14年1月的基数高，今年1月实际认购114亿元，去年同期只有64亿元，此外均价也有所下降。2月是春节，预计销量会受影响，3月将达到1季最高水平。主要监测的城市去化率继续下降，预计今年上半年房价不会出现明显的上涨，投资数据不会好转，新开工不容乐观，这和我们的预期是一致的。新增储备7个，容积率建面176.8万方，权益建面169.33万方，楼面地价4065元/平，需支付地价款68.83亿元，分布于上海、南京、杭州、徐州和扬州等一二三线城市。
- 股权分散，存股权争夺之忧，事业合伙人持续增持对股权的珍惜。近期事业合伙人频繁增持，合计增持A股4.94亿股，占总股本的4.48%，最新一次增持成本13.26元/股，全部购买成本为9.87元/股。
- 合伙人制驱动公司上下关注整体的转型，谋变转型动力足，全力打造的城市配套服务商已从多层次居住养老度假产品中见效。延伸上下产业链持续发展的思路日见清晰。销售仍还将借助互联网推广，资产金融化是万科未来的发展方向，将主要通过和金融机构合作，持有金融资产，以降低融资成本，不进入金融业。我们预计，万科未来有望对物业改制并不排除单独上市的可能。未来中国物流业有数倍增长空间，万科将利用国际低融资成本发展物流业成为国内第二。
- 15年融资成本将继续下降，中期利率4.7%，通过香港市场会更便宜，将降低到5%及其以下，有望使ROE0.5个点。投资价值显著受益于持续的降准降息、中票发行、股本融资提速带来的资金成本下降、行业优胜劣汰带来的商机。更受益于改革大牛市下A股国际化配置提速，万科成为当然的配置首选，价值提升空间大，14-16年EPS1.63、1.86和2.24元，PE为9/8/7倍，提升6-12月目标价至18.6元，再次“强烈推荐”。

风险提示：调控政策放松对市场 and 公司的影响尚需观察，需要时间逐步消化。

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	20523	24757
同比(%)	20%	19%	14%	21%
毛利率(%)	31.5%	33.0%	32.0%	32.0%
ROE(%)	19.7%	20.0%	19.2%	19.3%
每股收益(元)	1.37	1.63	1.86	2.25
P/E	10.86	9.12	8.00	6.63
P/B	2.14	1.83	1.53	1.28
EV/EBITDA	8	6	5	5

资料来源：中国中投证券研究总部

6-12个月目标价：18.6

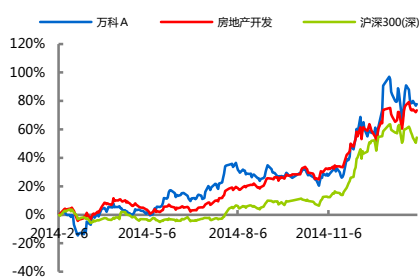
当前股价：12.70

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)	9,672
总市值(亿元)	1,410
流通市值(亿元)	1,238
成交量(百万股)	166.09
成交额(百万元)	2,153.61

股价表现



相关报告

《万科A-计划完成率居前3甲，估值空间提升大》2014-11-06

《万科A-计划完成率居前3甲，估值空间提升大》2014-11-04

《万科A-银十销售理想，超宽松政策背景下业绩将更突出》2014-10-09

表：2014年1月拿地情况

	项目	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	上海方松街道项目	100%	5.7	8.0	8.0	8.0	11075
2	上海奉贤南桥新城项目	85%	6	14	14	11	5987
3	南京金色半山西侧项目	100%	12	17	17	17	4767
4	南京金域蓝湾西侧项目	100%	10	27	27	27	10189
5	杭州未来城二期项目	100%	10	25	25	25	4840
6	徐州万科城 B 地块项目	100%	32	65	65	65	546
7	扬州邗江中学南侧项目	75%	9	22	22	16	1382
	1月合计		85	177	177	169	4065

数据来源：上市公司公告，中国中投证券研究总部

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	594369	690890
现金	44365	52732	85025	138106
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	441205	484915
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	626112	722465
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	41692	50694
股本	11015	11015	11015	11015
资本公积	8532	8532	8532	8532
留存收益	56842	70330	87548	109001
归属母公司股东权益	76896	89877	107095	128548
负债和股东权益	479205	549416	626112	722465

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	1924	1293	44409	52460
折旧摊销	18298	23689	27985	33760
财务费用	179	189	189	189
投资损失	892	427	-967	-2614
营运资金变动	-1005	-1005	-1055	-1108
其它	-16008	-26178	18258	22233
投资活动现金流	-432	4171	0	0
资本支出	-7954	979	1029	1081
长期投资	2439	0	0	0
其他	-5808	0	0	0
筹资活动现金流	-11323	979	1029	1081
短期借款	-2058	6094	-13145	-460
长期借款	-4830	11037	-10807	230
普通股增加	647	0	0	0
资本公积增加	19	0	0	0
其他	-152	0	0	0
现金净增加额	2257	-4944	-2338	-690
	-8116	8367	32293	53081

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	-967	-2614
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	37314	45013
营业外收入	119	0	0	0
营业外支出	89	0	0	0
利润总额	24291	31585	37314	45013
所得税	5993	7896	9328	11253
净利润	18298	23689	27985	33760
少数股东损益	3179	5685	7463	9003
归属母公司净利润	15119	18004	20523	24757
EBITDA	25332	32202	36536	42588
EPS (元)	1.37	1.63	1.86	2.25

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%	18.1%	20.6%
归属于母公司净利润	20.5%	19.1%	14.0%	20.6%
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%	19.2%	19.3%
ROIC	23.9%	24.3%	32.0%	46.6%
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	0.35	0.41
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	2.25
每股经营现金流(最新摊薄)	0.17	0.12	4.03	4.76
每股净资产(最新摊薄)	6.98	8.16	9.72	11.67
估值比率				
P/E	10.86	9.12	8.00	6.63
P/B	2.14	1.83	1.53	1.28
EV/EBITDA	8	6	5	5

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2014-11-06	《万科 A-计划完成率居前 3 甲，估值空间提升大》
2014-11-04	《万科 A-计划完成率居前 3 甲，估值空间提升大》
2014-10-09	《万科 A-银十销售理想，超宽松政策背景下业绩将更突出》
2014-08-18	《万科 A-持续降杠杆、项目权益比率及库存为增长保驾护航》
2014-08-05	《万科 A-战略调整最快最彻底的龙头公司》
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”》
2013-02-05	《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》

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,中国中投证券房地产行业首席分析师,工商管理硕士,19 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、泛海建设、金融街、北京城建、首开股份、世茂股份、世联地产、中航地产、荣盛发展、中南建设、中国国贸、信达地产、广宇发展、中华企业、苏宁环球、华业地产、滨江集团、阳光城、金科股份、亿城股份、华发股份、冠城大通等。

张 岩,中国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