

## 春节表现清淡、三月增速可期

——2月销售数据点评

核心观点:

### 1. 事件

2015年3月4日,万科发布月报,公司在2月份实现销售面积75.6万平方米,销售金额83.9亿元。2015年1-2月份累计实现销售面积271.6万平方米,销售金额316.0亿元。另上次发布月报以来,公司新增项目2个,分别位于沈阳皇姑区和成都新都区,计容建面合计32.1万平方米,地价款合计7.75亿元。

### 2. 我们的分析与判断

#### (一) 销售量下滑主因是春节月市场表现差、单价下滑主因是成交项目的区域性因素

万科2月份销售面积和销售额环比分别下滑了61.3%和63.9%。同比分别下滑了23.9%和31.0%,略低于市场预期。销售量下滑幅度超出市场平均表现10个百分点(我们监控的36个样本城市在今年春节7天成交1298套,同比去年春节下跌了67%,2月份样本城市销售均值3121套,环比下滑了51%,同比下滑了14%),我们判断这或与公司的产品类别有一定关系,万科的刚性需求占比较高,而当前的市场改善型需求成交占比在缓慢提升。2月万科销售均价11098元,环比减少6.28%,同比减少9.30%,这与成交楼盘所在区域密切相关,主因是2月高单价城市的项目成交同比减少。

#### (二) 拿地依旧谨慎,但风险在可控范围之内

公司拿地考虑的是一定的利润空间和拿地与销售动态周转,不考虑通过囤地等获取的额外利润。公司在14面对高地价一直保持谨慎态度。今年2月份,公司仅增加两幅地块,尽管所在城市流动性状况不是特别好,但是均能保证一定的去化速度和合理利润空间。公司在13年拿地总金额占当年销售额之比为62.8%,尽管14年降低到20.2%,但13-14年合计也近40%,保证了15-16年的销售弹性。

### 3. 投资建议

我们预计三月和二季度公司的销售会明显好转,中期的看点在于公司的转型和净利润增速超过营收增速的提升空间。预计公司14-16年EPS分别为1.56、1.73和2.07元,给予公司推荐评级。

### 4. 风险提示

公司后期销售低于预期,地价非理性上涨时间超出预期。

## 万科A (000002.SZ)

**推荐** 维持评级

### 分析师

赵强

021-20252661

zhaoqiang\_yj@chinastock.com.cn

职业资格证书编号: S0130512050002

特此鸣谢

胡华如 0755-82837691

(huhuaru@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息。

### 市场数据

2015-03-02

A股收盘价(元)	12.77
A股一年内最高价(元)	15.29
A股一年内最低价(元)	6.56
上证指数	3336.29
市净率	9.30
总股本(万股)	1101502.71
实际流通A股(万股)	1098686.86
限售的流通A股(万股)	2815.86
流通A股市值(亿元)	1403.02

### 相对沪深300表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

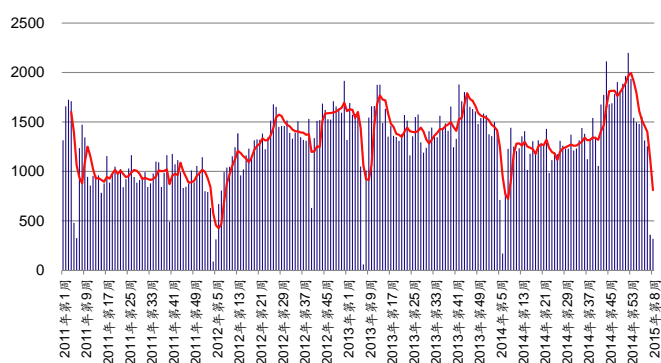
### 相关研究

相关研究

## (一) 2月市场销量表现清淡

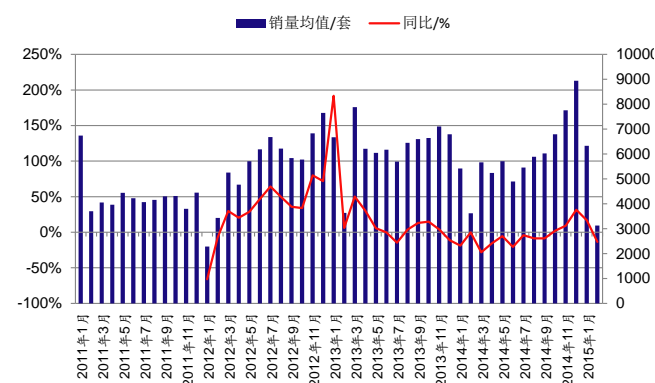
根据我们监控的 36 个重点城市，今年春节假日共成交新房 1298 套，相比去年春节 3889 套减少了 66.7%。有两个因素，一个是今年春节位于 2 月下旬(七天假期为 2015.2.18-2015.2.24)，去年春节从 1 月底开始(七天假期为 2014.1.30-2014.2.5)，相当于有两天在 1 月份。另一个因素，我们认为 13 年末项目成交的溢价十分明显，行业风险并未暴露，春节尽管是淡季但是波动没那么大。2 月份我们监控的 36 重点城市新房销量均值为 3128 套，环比减少 51%，同比减少 14%，整体上 2 月份市场表现十分清淡。

图表 1 重点城市新房周度销量均值/套



来源: Wind, 中国银河证券研究部

图表 2 重点城市新房月度销量均值/套

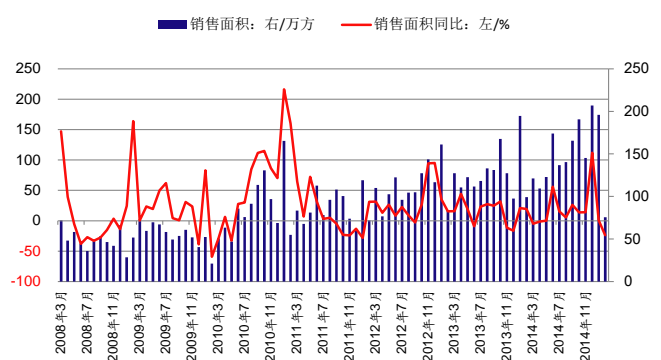


来源: Wind, 中国银河证券研究部

## (二) 公司 2 月销量落后市场平均 10 个百分点

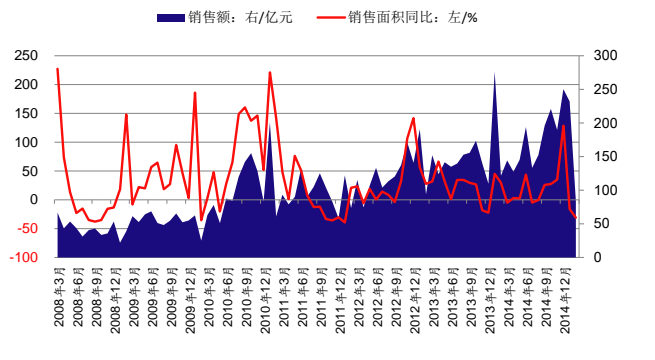
万科 2 月份销售面积和销售额环比分别下滑了 61.3%和 63.9%。同比分别下滑了 23.9%和 31.0%，落后于重点城市平均表现，略低于市场预期。

图表 3 销售面积月度同比下滑显著



来源: Wind, 中国银河证券研究部

图表 4 销售额同比接近历史低位



来源: Wind, 中国银河证券研究部

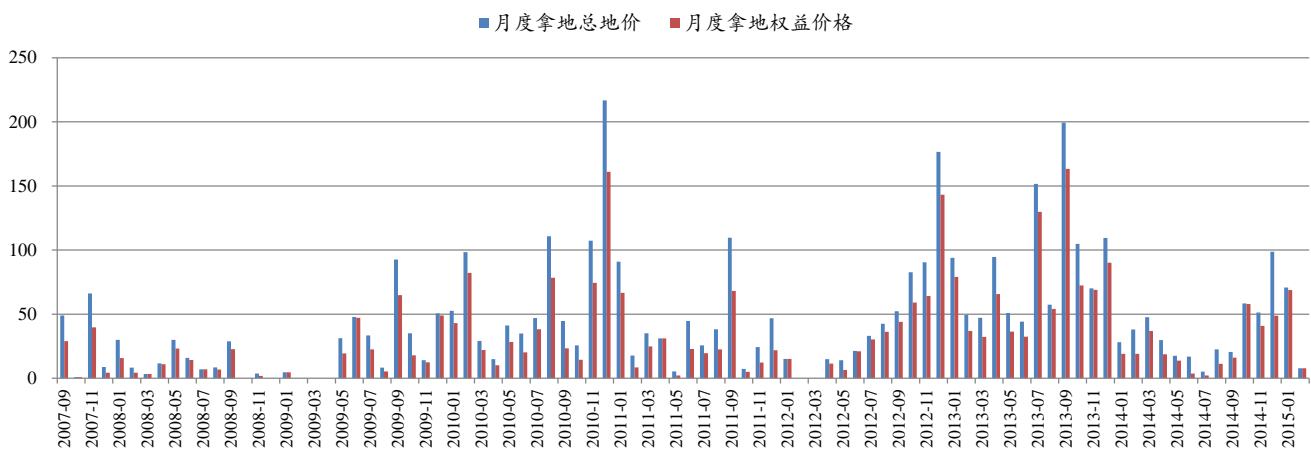
2 月销售额的同比降幅大于销售面积的同比降幅，有两个方面的原因。第一是，部分区域的销售单价出现了一定程度的下跌。第二是，今年 2 月一线城市(高均价区域项目)成交占比较少导致。

值得注意的是，从推盘和认购的角度来考虑，公司2月表现并不差。万科在今年2月推盘新推盘仅60多亿元，但认购金额在70亿左右，同比仅下降5%，去化情况还比较好。

### (三) 公司拿地尽管谨慎，但灵活性和空间很大，目前储备能保证15-16年的销售弹性

按照拿地总价和当期销售额的比例来看，公司在2013年拿地总金额占当年销售额之比为62.8%，尽管14年降低到20.2%，但13-14年合计也近40%，保证了15-16年的销售弹性。

图表5 公司2月拿地表现谨慎



来源：Wind，中国银河证券研究部

公司从2014年初到目前，获取的地块项目计容建筑面积为1105.71万平方米，具体如下表所示。

图表6 14年以来公司新增的地块项目清单

时间	获取的地块项目	占地面积 (万平方米)	容积率	计容建面 (万平方米)	权益	权益款 (亿元)	总地价 (亿元)
2015-02	沈阳皇姑紫台项目	6.8	3	20.3	100%	6.17	6.17
2015-02	成都新都五龙山F地块项目	6.6	1.8	11.8	100%	1.58	1.58
2015-01	上海方松街道项目	5.7	1.4	8	100%	8.86	8.86
2015-01	上海奉贤南桥新城项目	5.9	2.3	13.5	85%	6.87	8.08
2015-01	南京金色半山西侧项目	12.3	1.4	17.2	100%	8.2	8.20
2015-01	南京金域蓝湾西侧项目	9.5	2.8	26.5	100%	27	27.00
2015-01	杭州未来城二期	10	2.5	25	100%	12.1	12.10
2015-01	徐州万科城B地块	32.4	2	64.8	100%	3.54	3.54
2015-01	扬州邗江中学南侧项目	8.7	2.5	21.8	75%	2.26	3.01
2014-12	深圳地铁红树湾项目	6.8	6.14	41.9	49%	45.3	92.45
2014-12	珠海夏村S3地块在建工程项目	1.1	6.54	7.2	55%	3.39	6.16
2014-11	上海新希望产业园项目	13.7	1.18	16.2	24%	2.5	10.42

2014-11	南京南站站东 12 号地块项目	5.5	2.64	14.6	100%	15	15.00
2014-11	杭州西穆坞项目	5.9	1.70	10	100%	9.08	9.08
2014-11	济南公园里项目	4.9	3.00	14.6	51%	1.79	3.51
2014-11	青岛李沧大二期项目	11.3	3.16	35.7	100%	11.19	11.19
2014-11	青岛桃花源二期项目	8.2	1.80	14.7	61.50%	1.22	1.98
2014-10	深圳紫悦山项目	3.8	3.00	11.4	70%	1.04	1.49
2014-10	广州天河软件园二期项目	8.9	4.01	35.7	100%	26.7	26.70
2014-10	合肥庐阳区周湾项目	15.2	2.80	42.4	100%	25.45	25.45
2014-10	重庆高新区高九路项目	7	2.40	16.8	100%	4.7	4.70
2014-09	广州车陂北项目	1.3	3.73	4.9	25%	1.48	5.92
2014-09	福州三江口项目	8	5.20	41.2	100%	14.5	14.50
2014-08	乌鲁木齐四季花城项目	18.9	3.00	56.6	49%	4.87	9.94
2014-08	郑州万科城项目一期后续地块	15.2	3.50	53.1	51%	6.36	12.47
2014-07	南昌青云谱洪都项目	2.8	3.40	9.5	24.84%	0.95	3.82
2014-07	嘉兴城南路东地块项目	2.5	2.40	6	100%	1.25	1.25
2014-06	上海奉贤申通地铁项目	4.39	2.00	8.78	20%	1.17	5.85
2014-06	廊坊 2013-148 (2 号地块) 项目	3.82	2.00	7.64	50%	0.3382	0.68
2014-06	广州知识城项目	25.93	2.16	55.99	20.40%	2.12	10.39
2014-05	北京大兴黄村 C2 项目	4.7	2.00	9.5	50%	3.82	7.64
2014-05	沈阳化工厂 A 项目	5.2	3.00	15.5	100%	5.45	5.45
2014-05	南宁魅力之城项目	10.4	3.20	33.3	100%	4.48	4.48
2014-04	深圳观澜九龙山项目	6.1	2.40	14.6	100%	8.5	8.50
2014-04	上海青浦赵巷项目	9.6	1.02	9.8	10%	1.01	10.10
2014-04	大连朗润园后续项目	3.9	1.80	7.1	100%	1.48	1.48
2014-04	西安高家堡项目	11.5	4.15	47.7	80%	7.6	9.50
2014-04	郑州魅力之城项目第三期	0.4	3.00	1.2	51%	0.096	0.19
2014-03	广州黄埔客运站项目	2.4	4.00	9.7	70%	2.96	4.23
2014-03	深圳龙岗三馆项目	6.7	3.88	25.1	100%	17.66	17.66
2014-03	南昌时代广场项目	8.4	3.50	29.3	30%	3.41	11.37
2014-03	南京溧水天生桥大道以北项目	21.9	2.40	52.5	100%	11	11.00
2014-03	北京顺义新城第 28 街区项目	2.3	1.80	4.1	50%	1.89	3.78
2014-02	北京昌平七里渠项目	6.9	2.50	20.3	50%	18.04	36.08
2014-02	郑州魅力之城二期项目	3.8	3.00	11.8	51%	0.99	1.94
2014-01	上海闵行旗忠项目 (164 地块)	8.1	2.40	19.4	70%	9.89	14.13
2014-01	西安环园中路项目	6.6	3.50	23	100%	4.04	4.04
2014-01	昆明金域南郡项目	21.3	2.72	58	50%	5	10.00

来源: Wind, 中国银河证券研究部

**附表：公司盈利预测**

利润表	单位:百万元			
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	135418.79	161012.94	186291.97	218520.49
营业成本	92797.65	112709.06	132267.30	155149.55
营业税金及附加	11545.00	13727.00	15882.14	18629.75
营业费用	3864.71	4427.86	4880.85	5725.24
管理费用	3002.84	3252.46	3651.32	4239.30
财务费用	891.72	933.88	950.09	1114.45
资产减值损失	60.15	71.52	82.75	97.07
公允价值变动收益	-0.57	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1005.19	844.39	911.19	918.33
<b>营业利润</b>	<b>24261.34</b>	<b>26735.56</b>	<b>29488.71</b>	<b>34483.46</b>
营业外收入	118.97	113.27	125.63	119.29
营业外支出	89.30	70.11	82.30	80.57
<b>利润总额</b>	<b>24291.01</b>	<b>26778.72</b>	<b>29532.04</b>	<b>34522.18</b>
所得税	5993.46	6868.77	7480.31	8705.71
<b>净利润</b>	<b>18297.55</b>	<b>19909.94</b>	<b>22051.73</b>	<b>25816.47</b>
少数股东损益	3179.00	2755.05	3015.15	2983.07
<b>归属母公司净利润</b>	<b>15118.55</b>	<b>17154.90</b>	<b>19036.58</b>	<b>22833.41</b>
EBITDA	24470.25	27128.86	29944.26	34983.88
EPS (摊薄)	1.37	1.56	1.73	2.07

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**赵强，研究员行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。



## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

截至本证券研究报告发布之日，本公司持有本篇报告涉及之上市公司的股份达到或超过其已发行股份的 1%，特此提醒投资人注意。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn  
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn  
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn  
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn  
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn