

2015年05月05日

房地产开发

证券研究报告--公司点评报告

收盘价(元): 14.55

# 万科A (000002)

## 4月销售强于市场，龙头风采再现

**投资评级：买入(持续)**
**房地产**
**分析师：周雅婷（组长）**

执业证书编号：S0290514090001

邮箱：zhouyt@zsq.com

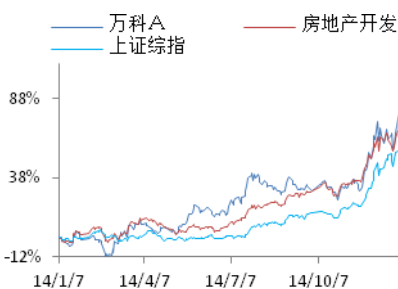
**联系人：陈弘涛**

电话：0755-86017489

### 公司基本数据

|             |                |
|-------------|----------------|
| 总股本(万股)     | 1103750.72     |
| 流通A股/B股(万股) | 970667.73/0.00 |
| 资产负债率(%)    | 77.91          |
| 每股净资产(元)    | 8.05           |
| 市净率(倍)      | 1.81           |
| 净资产收益率(加权)  | 0.73           |
| 12个月内最高/最低价 | 15.29/7.10     |

### 股价走势图



### 相关研究报告

- 1 《资金充足，谨慎布局》，2015.04.01
- 2 《销售稳健，拿地较少存隐忧》，2015.01.06

### ◎事项：

2015年4月份公司实现销售面积146.3万平方米，销售金额177.6亿元。2015年1~4月份公司累计实现销售面积542.0万平方米，销售金额641.0亿元。

### ◎主要观点：

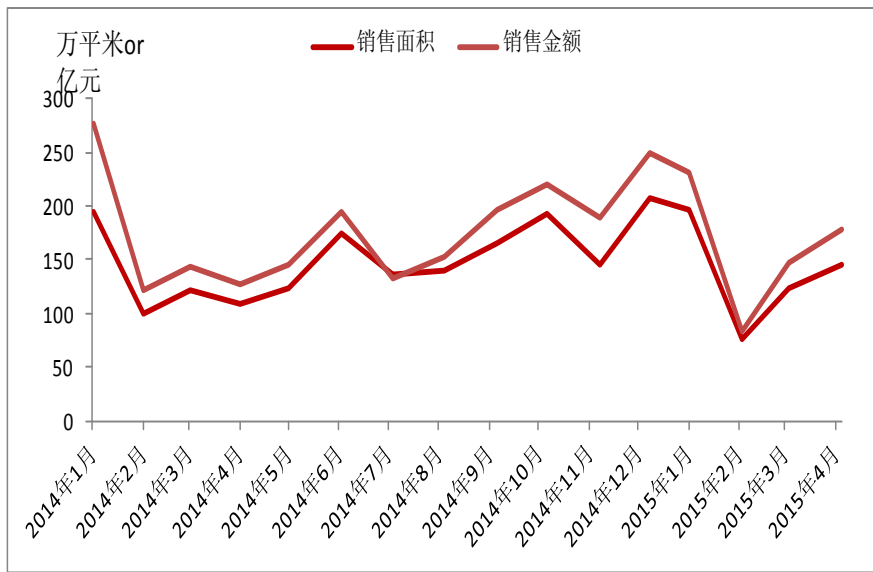
◆**4月销售转好，累计同比升3.4%**。公司4月份实现销售面积146.3万平方米，同比上升33.9%，表现强于市场（同期30个大中城市成交同比上升18.6%）。4月的走强另公司销售情况转好，前4月累计销售面积同比增长3.4%，较1季度上升超过8个百分点。4月份销售金额同比上升39.3%，累计同比下降4.3%，较上期回升11个百分点。销售均价自二月以来持续上升，本期均价12139元/平米，同比上升4.1%。公司1季度销售略低于预期，而4月份超越市场回暖进度，市场销量在5月出现大幅上升，预计公司2季度销售会有较大上行空间。

◆**拿地六宗，建面过百万平**。4月份公司新增6宗项目，分别位于杭州、嘉兴、宁波、太原和济南（2宗）。新增土地面积41.5万平米，新增建面110.7万平米，同比上升37.5%。需支付地价19.9亿元，仅占月销售金额的11.1%。公司2014拿地量大幅下降超过7成，进入2015年随着地产市场的转暖公司拿地力度有所上升，前四个月新增建面同比上升17.4%。此前公司已表示将维持一贯的稳健作风，不盲目角逐高价地，并将适时进入存量土地市场采并购等多种方式合理获取土地。

◆**估值及投资评级**：4月份销售情况已经转好，随着更多信贷宽松和地产利好政策的落地兑现，市场将进一步回暖，公司作为行业龙头将加速提升销量。公司2014年末货币资金达到627.2亿元，而净负债率仅为5.4%。充足的现金似的公司在多变的市场环境中游刃有余，未来公司自身的转型以及大股东华润集团的央企改革预期也颇具看点。目前公司P/E10.8、P/B1.8，在行业和市场处于低位，预计随着地产不断转暖将会迎来新一轮估值修复。预计公司15/16年EPS1.67/1.89，对应PE8.7/7.7。

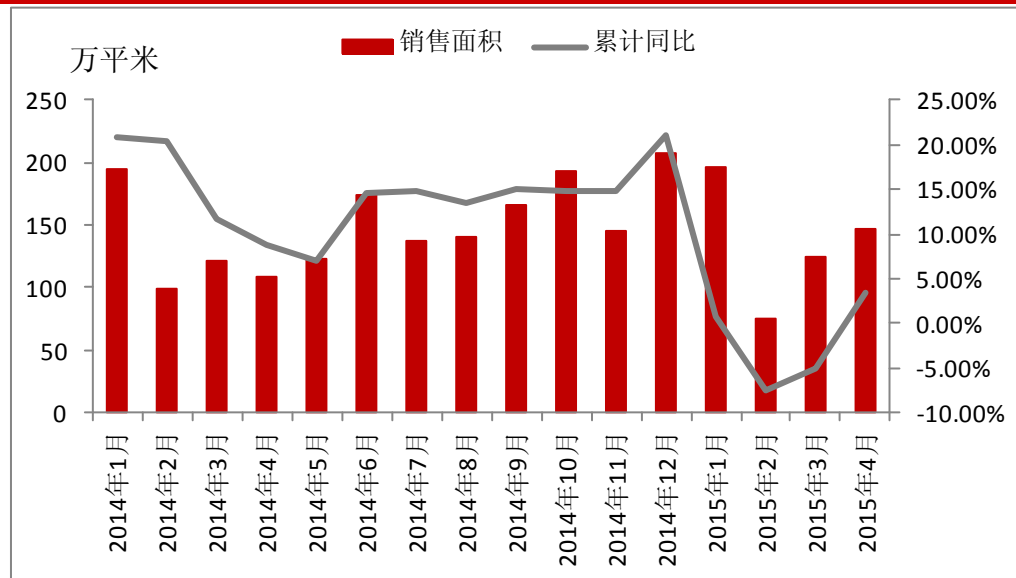
|          | 2013A  | 2014A  | 2015E  | 2016E  | 2017E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入(百万) | 135419 | 146388 | 165354 | 192347 | 224424 |
| 同比增速(%)  | 31.3%  | 8%     | 13%    | 16%    | 17%    |
| 净利润(百万)  | 15119  | 15745  | 18398  | 20839  | 23579  |
| 同比增速(%)  | 20.5%  | 4%     | 17%    | 13%    | 13%    |
| 毛利率(%)   | 31.5%  | 29.9%  | 30.8%  | 30.3%  | 29.5%  |
| 每股盈利(元)  | 1.37   | 1.43   | 1.67   | 1.89   | 2.14   |
| ROE(%)   | 19.66% | 17.9%  | 17.3%  | 16.7%  | 16.1%  |
| PE(倍)    | 10.62  | 10.17  | 8.71   | 7.67   | 6.80   |

图1 销售走势



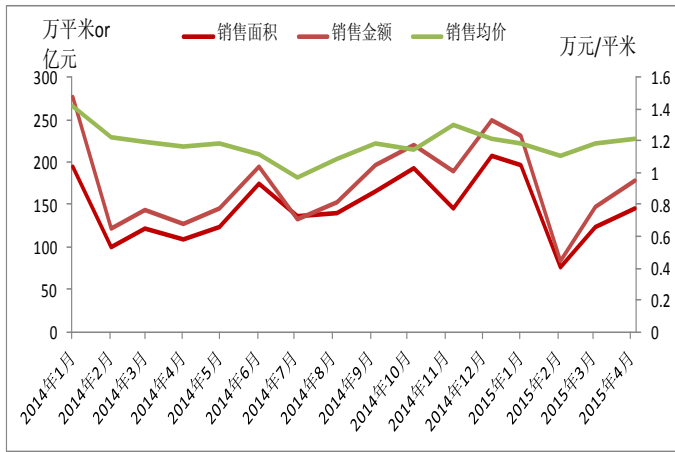
资料来源：万科，中山证券研究所

图2 销售面积走势



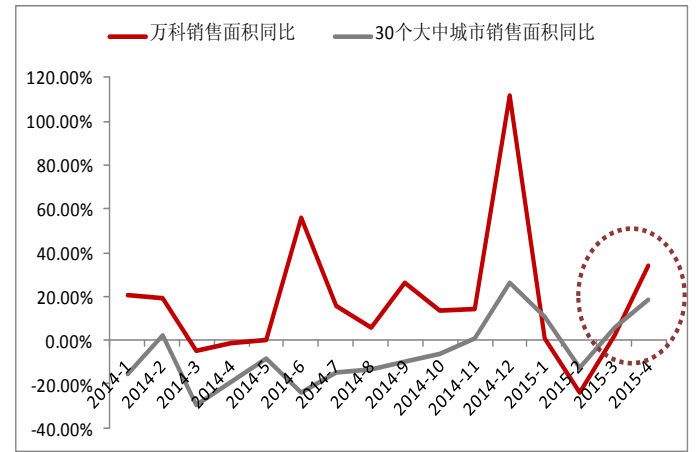
资料来源：万科，中山证券研究所

图3 面积、金额、均价



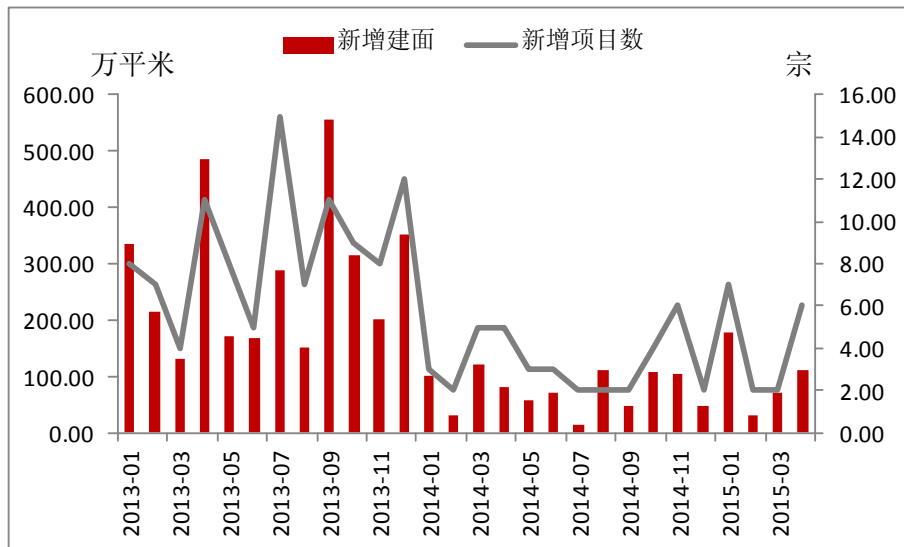
资料来源：万科，中山证券研究所

图4 与市场对比



资料来源：万科，中山证券研究所

图5 新增项目情况



资料来源：万科，中山证券研究所

表1 4月新增项目一览

| 月份 | 城市 | 项目名        | 净用地面积 (万平方米) | 计容建筑面积 (万平方米) | 权益建面 (万平方米) | 权益率    | 权益地价 (亿元) |
|----|----|------------|--------------|---------------|-------------|--------|-----------|
| 4月 | 杭州 | 萧山钱江世纪城项目  | 12.4         | 24.7          | 12.35       | 50.0%  | 9.77      |
| 4月 | 嘉兴 | 秀洲区项目      | 2.6          | 4             | 4.00        | 100.0% | 1.08      |
| 4月 | 宁波 | 高新区公园里二期项目 | 3.1          | 6.8           | 3.47        | 51.0%  | 1.38      |
| 4月 | 太原 | 万柏林区线材厂项目  | 5.5          | 19.3          | 19.30       | 100.0% | 3.31      |
| 4月 | 济南 | 历下区华艺地块    | 10.4         | 31.2          | 11.54       | 37.0%  | 2.31      |
| 4月 | 济南 | 天桥区小鲁庄项目   | 7.5          | 24.7          | 14.82       | 60.0%  | 2.13      |

资料来源：万科，中山证券研究所

**附录：三大报表预测值**
**资产负债表**

|                | 2014   | 2015E  | 2016E  | 2017E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>流动资产</b>    | 464806 | 524385 | 590197 | 660117 |
| 现金             | 62715  | 111542 | 166734 | 204417 |
| 应收账款           | 1894   | 2825   | 4357   | 4304   |
| 其他应收款          | 48924  | 47140  | 43830  | 59394  |
| 预付账款           | 29433  | 51494  | 57660  | 68029  |
| 存货             | 317726 | 311372 | 317599 | 323951 |
| 其他流动资产         | 4112   | 12     | 16     | 22     |
| <b>非流动资产</b>   | 43603  | 43706  | 50868  | 60211  |
| 长期投资           | 19234  | 24042  | 30053  | 37566  |
| 固定资产           | 2308   | 2983   | 3140   | 3037   |
| 无形资产           | 878    | 878    | 878    | 878    |
| 其他非流动资产        | 21184  | 15803  | 16798  | 18730  |
| <b>资产总计</b>    | 508409 | 568091 | 641064 | 720328 |
| <b>流动负债</b>    | 345654 | 384972 | 435183 | 489510 |
| 短期借款           | 2383   | 2860   | 5000   | 5500   |
| 应付账款           | 67047  | 76163  | 88721  | 104884 |
| 其他流动负债         | 276224 | 305949 | 341462 | 379126 |
| <b>非流动负债</b>   | 46861  | 45496  | 45956  | 45796  |
| 长期借款           | 34537  | 34537  | 34537  | 34537  |
| 其他非流动负债        | 12324  | 10959  | 11419  | 11259  |
| <b>负债合计</b>    | 392515 | 430468 | 481138 | 535306 |
| 少数股东权益         | 27729  | 31078  | 34865  | 38741  |
| 股本             | 11038  | 11038  | 11038  | 11038  |
| 资本公积           | 8494   | 8494   | 8494   | 8494   |
| 留存收益           | 68072  | 87031  | 105554 | 126785 |
| 归属母公司股东权益      | 88165  | 106545 | 125061 | 146281 |
| <b>负债和股东权益</b> | 508409 | 568091 | 641064 | 720328 |

**现金流量表**

|                | 2014   | 2015E | 2016E | 2017E |
|----------------|--------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 41725  | 47323 | 53256 | 40280 |
| 净利润            | 19288  | 21746 | 24626 | 27455 |
| 折旧摊销           | 549    | 242   | 302   | 332   |
| 财务费用           | 641    | 492   | 372   | 323   |
| 投资损失           | -4159  | -2569 | -2839 | -2969 |
| 营运资金变动         | 25487  | 22578 | 32154 | 16642 |
| 其他经营现金流        | -80    | 4835  | -1359 | -1502 |
| <b>投资活动现金流</b> | -3487  | -3249 | -3320 | -5074 |
| 资本支出           | 1831   | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资           | -2525  | 6020  | 6159  | 8043  |
| 其他投资现金流        | -4182  | 2771  | 2839  | 2969  |
| <b>筹资活动现金流</b> | -19617 | 4753  | 5257  | 2477  |
| 短期借款           | -2719  | 477   | 2140  | 500   |
| 长期借款           | -2146  | 0     | 0     | 0     |
| 普通股增加          | 23     | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | -56    | 0     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -14718 | 4276  | 3117  | 1977  |
| <b>现金净增加额</b>  | 18649  | 48826 | 55193 | 37682 |

**利润表**

|                 | 2014   | 2015E  | 2016E  | 2017E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>营业收入</b>     | 146388 | 165354 | 192347 | 224424 |
| 营业成本            | 102557 | 114432 | 134093 | 158208 |
| 营业税金及附加         | 13167  | 14485  | 17075  | 19791  |
| 营业费用            | 4522   | 5787   | 6597   | 7544   |
| 管理费用            | 3903   | 4961   | 5655   | 6466   |
| 财务费用            | 641    | 492    | 372    | 323    |
| 资产减值损失          | 790    | 0      | 0      | 0      |
| 公允价值变动收益        | 11     | -17    | -8     | -11    |
| 投资净收益           | 4159   | 2569   | 2839   | 2969   |
| <b>营业利润</b>     | 24979  | 27750  | 31386  | 35051  |
| 营业外收入           | 352    | 240    | 257    | 267    |
| 营业外支出           | 79     | 84     | 83     | 83     |
| <b>利润总额</b>     | 25252  | 27906  | 31560  | 35235  |
| 所得税             | 5965   | 6160   | 6934   | 7780   |
| <b>净利润</b>      | 19288  | 21746  | 24626  | 27455  |
| 少数股东损益          | 3542   | 3349   | 3787   | 3876   |
| <b>归属母公司净利润</b> | 15745  | 18398  | 20839  | 23579  |
| <b>EBITDA</b>   | 26169  | 28484  | 32059  | 35705  |
| <b>EPS (元)</b>  | 1.43   | 1.67   | 1.89   | 2.14   |

**主要财务比率**

|                | 2014   | 2015E  | 2016E  | 2017E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |        |        |        |        |
| 营业收入           | 8.1%   | 13.0%  | 16.3%  | 16.7%  |
| 营业利润           | 3.0%   | 11.1%  | 13.1%  | 11.7%  |
| 归属于母公司净利润      | 4.1%   | 16.8%  | 13.3%  | 13.2%  |
| <b>获利能力</b>    |        |        |        |        |
| 毛利率(%)         | 29.9%  | 30.8%  | 30.3%  | 29.5%  |
| 净利率(%)         | 10.8%  | 11.1%  | 10.8%  | 10.5%  |
| ROE(%)         | 17.9%  | 17.3%  | 16.7%  | 16.1%  |
| ROIC(%)        | 22.9%  | 33.9%  | 78.5%  | 198.0% |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |
| 资产负债率(%)       | 77.2%  | 75.8%  | 75.1%  | 74.3%  |
| 净负债比率(%)       | 14.62% | 14.86% | 14.85% | 14.33% |
| 流动比率           | 1.34   | 1.36   | 1.36   | 1.35   |
| 速动比率           | 0.42   | 0.55   | 0.63   | 0.69   |
| <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |
| 总资产周转率         | 0.30   | 0.31   | 0.32   | 0.33   |
| 应收账款周转率        | 58     | 69     | 53     | 51     |
| 应付账款周转率        | 1.57   | 1.60   | 1.63   | 1.63   |
| <b>每股指标(元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益(最新摊薄)     | 1.43   | 1.67   | 1.89   | 2.14   |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | 3.78   | 4.29   | 4.82   | 3.65   |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 7.99   | 9.65   | 11.33  | 13.25  |
| <b>估值比率</b>    |        |        |        |        |
| P/E            | 10.17  | 8.71   | 7.67   | 6.80   |
| P/B            | 1.82   | 1.51   | 1.28   | 1.10   |
| EV/EBITDA      | 6      | 5      | 5      | 4      |

资料来源：港澳资讯、中山证券研究所

## 投资评级的说明

### - 行业评级标准

报告列明的日期后3个月内，以行业股票指数相对同期市场基准指数（中证800指数）收益率的预期表现为标准，区分为以下四级：

强于大市：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在5%以上；

同步大市：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

### - 公司评级标准

报告列明的发布日期后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：强于行业指数15%以上；

持有：强于行业指数5%~15%；

中性：相对于行业指数表现在-5%~5%之间；

卖出：弱于行业指数5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

## 要求披露

本报告由中山证券有限责任公司（简称“中山证券”或者“本公司”）研究所编制。中山证券有限责任公司是经监管部门批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

### 机构业务部咨询经理

上海

殷越

021-50195711

北京

深圳

**风险提示及免责声明:**

- ★ 市场有风险，投资须谨慎。本报告提及的证券、金融工具的价格、价值及收入均有可能下跌，以往的表现不应作为日后表现的暗示或担保。您可能无法全额取回已投资的金额。
- ★ 本报告无意针对或者打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。
- ★ 本报告是机密的，仅供本公司的个人或者机构客户（简称客户）参考使用，不是或者不应当视为出售、购买或者认购证券或其他金融工具的要约或者要约邀请。本公司不因收件人收到本报告而视其为本公司的客户，如收件人并非本公司客户，请及时退回并删除。若本公司之外的机构发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，本公司及本公司雇员不为前述机构之客户因使用本报告或者报告载明的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。
- ★ 任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等都只是研究观点的简要沟通，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。
- ★ 本报告基于已公开的资料或信息撰写，但是本公司不保证该资料及信息的准确性、完整性，我公司将随时补充、更新和修订有关资料和信息，但是不保证及时公开发布。本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告列明的发布日期当日的判断，本公司可以在不发出通知的情况下做出更改。本报告所包含的分析基于各种假设和标准，不同的假设和标准、采用不同的观点或分析方法可能导致分析结果出现重大的不同。本公司的销售人员、交易人员或者其他专业人员、其他业务部门也可能给出不同或者相反的意见。
- ★ 本报告可能附带其他网站的地址或者超级链接，对于可能涉及的地址或超级链接，除本公司官方网站外，本公司不对其内容负责，客户需自行承担浏览这些网站的费用及风险。
- ★ 本公司或关联机构可能会持有本报告所提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能已经、正在或者争取向这些公司提供投资银行业务等各类服务。在法律许可的情况下，本公司的董事或者雇员可能担任本报告所提及公司的董事。撰写本报告的分析师的薪酬不是基于本公司个别投行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。因此，客户应当充分注意，本公司可能存在对报告客观性产生影响的利益冲突。
- ★ 在任何情况下，本报告中的信息或者所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，任何人不应将本报告作为做出投资决策的惟一因素。投资者应当自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不就本报告的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。除法律强制性规定必须承担的责任外，本公司及雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。
- ★ 本报告版权归本公司所有，保留一切权利。除非另有规定外，本报告的所有材料的版权均属本公司所有。未经本公司事前书面授权，任何组织或个人不得以任何方式发送、转载、复制、修改本报告及其所包含的材料、内容。所有于本报告中使用的商标、服务标识及标识均为本公司所有。