

万科A (000002)

强烈推荐

行业：房地产开发

销售维持高位，增持及回购凸显投资价值

投资要点：

◇ **销售业绩靓丽，广深区域表现尤佳。**8月签约222.5亿元、171.6万方，环比分别-6.7%、-5.5%，同比在低基数上增46.0%、22.3%，已连续4月单月销售破200亿元。1-8月累计签约1560.6亿元，同比增20.5%，“金九银十”已至，旺季业绩表现更值得期待。分区域来看，广深区域万科竞争力显著增强，8月单月广深区域整体销售同比增90%左右，前8月合计销售同比增42%，其中深圳、东莞、珠海等城市的同比增幅都超100%；北京、上海区域也都同比增长，相对而言西部表现较差，市场冷热不均态势显现。8月销售均价环比-1.3%，同比+19.4%，**均价上涨一方面是主要销售市场好转售价回升，另一方面公司产品通过品质提升和附加服务，增强了议价能力。**

◇ **拿地面积首超销售。**8月新增10项目，分布于东莞、南宁、苏州、大连、青岛、西安、郑州，均价仅2819元/平米，合计权益建面215万方，占全年新增项目的1/4，**自14年4月以来首次超过当月销售面积。**前8月累计新增项目权益建面848万方、支付土地价款309亿元，同比分别+128%、+148%，但土地款占销售比例仅20%仍在低位。整体来看，新增项目累计均价3348元/平米，同比微增9%。

◇ **物流地产外联黑石持续发力。**新披露2物流地产项目，分别位于上海、沈阳。其中上海项目占地6.5万方、总建筑面积4.1万方，地价3902元/平米，因该项目是一个现成的仓库，所以在寸土寸金的上海仍属低成本；沈阳项目占地5.1万方、总建面4.5万方。并且这两个项目万科都引入美国黑石基金作为合作方，权益比按1:1，后期项目仍将继续以合作方式获取。至此，万科物流地产在全国重要节点布局已现雏形，之前披露的另2项目分别位于武汉、贵阳，4项目合计占地面积39.8万方、总建筑面积26.3万方，拓展提速。

◇ **华润增持及回购方案通过，明晰价值底线。**华润在8月31日以均价13.37元每股增持约752.15万股、9月1日以均价13.34元每股增持约2974.3万股，共耗资约4.97亿元，占万科总股本的0.4%，累计持股达15.29%，超过前海人寿及其一致行动人15.04%的持股重回大股东。股东大会也已通过回购方案，即以不超过100亿元、价格不超过人民币13.20元/股的条件实施回购，预计可回购股份不少于75,757.6万股(占已发行总股本6.86%)。

◇ **市场低迷阶段，万科股价坚挺远强于大市，险资与管理层的股权之争也彰显长期投资价值。**行业优胜劣汰，企业盈利改善，物业服务、物流地产、出租公寓、教育营地等多元化业务提速拓展打开估值提升空间。作为低估值行业龙头绩优蓝筹股，当然成为配置的不二选择。维持预测15-17年EPS1.70、1.91和2.15元，对应PE8/7/7倍；**房地产开发业务RNAV 16.29，目前股价RNAV9折交易，6-12月目标价18.6元，继续“强烈推荐”。**
风险提示：行业回暖低于预期；公司转型收效尚待时间检验。

主要财务指标

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	146388	174531	196355	217472
同比(%)	8%	19%	13%	11%
归属母公司净利润	15745	18805	21069	23765
同比(%)	4%	19%	12%	13%
毛利率(%)	29.9%	29.6%	29.7%	29.4%
ROE(%)	17.9%	18.5%	18.0%	17.6%
每股收益(元)	1.43	1.70	1.91	2.15
P/E	9.97	8.35	7.45	6.60
P/B	1.78	1.55	1.34	1.16
EV/EBITDA	6	5	4	4

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名：李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@china-invs.cn

参与人：王修宝

S0960115080019

010-63222861

wangxiubao@china-invs.cn

6-12个月目标价：18.6

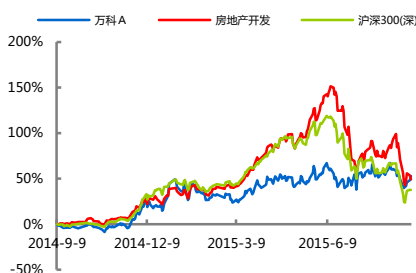
当前股价：14.22

评级调整：维持

基本资料

总股本(百万股)	11,049
流通股本(百万股)	9,718
总市值(亿元)	1,571
流通市值(亿元)	1,382
成交量(百万股)	229.47
成交额(百万元)	3,218.10

股价表现



相关报告

《万科A-主业稳健前行，五大转型业务加速扩张》2015-08-17

《万科A-股权之争随时拉开，配资举牌彰显价值》2015-08-04

《万科A-销售创新高，前海人寿增持，蓝筹不二选择》2015-07-13

附：公司 15 年 1-8 月销售情况

图 1：万科月度销售面积、销售金额与销售均价

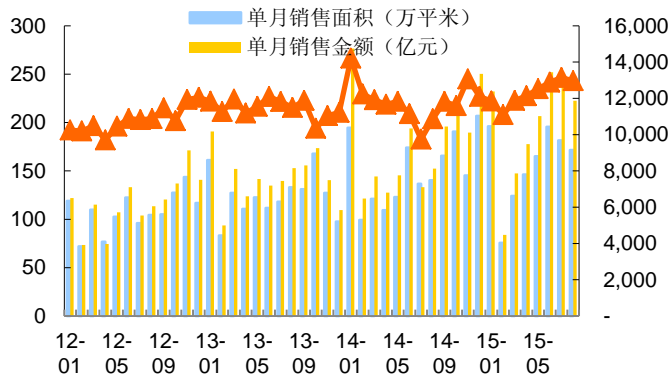


图 2：万科月度销售均价与累计销售均价

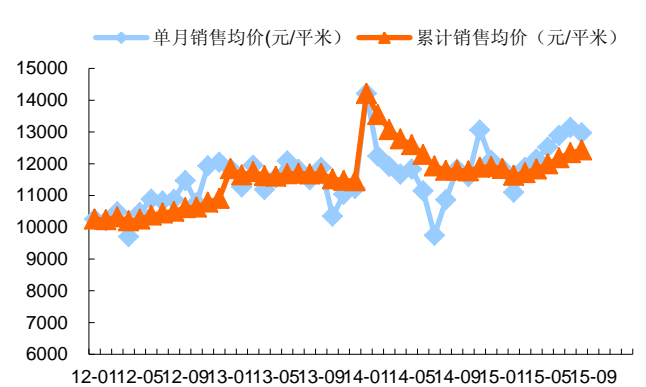


图 3：万科各年月度销售均价

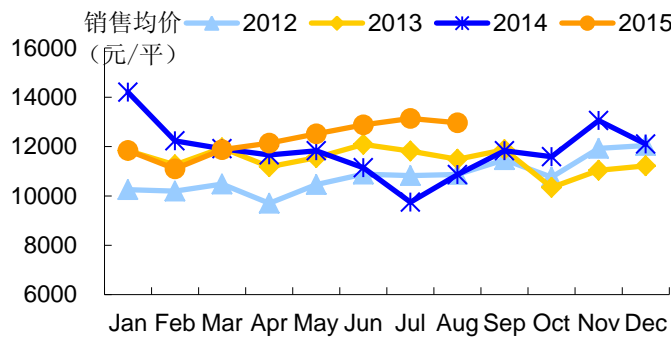


图 4：万科各年累计销售均价

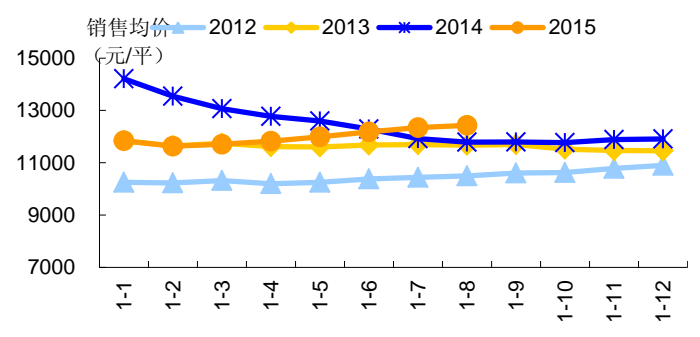


图 5：万科各年月度销售面积

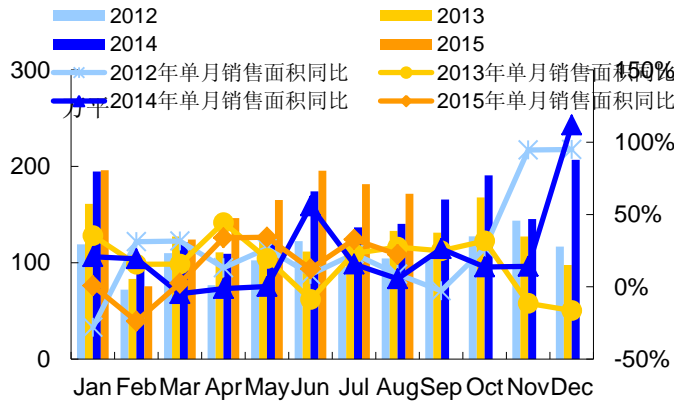


图 6：万科各年月度销售金额

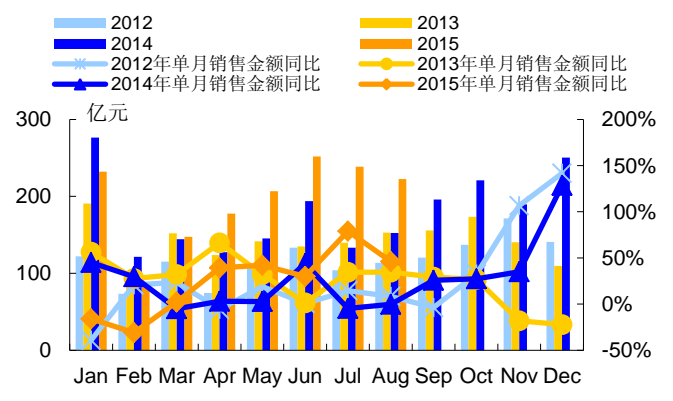


图 7：万科各年累计销售面积

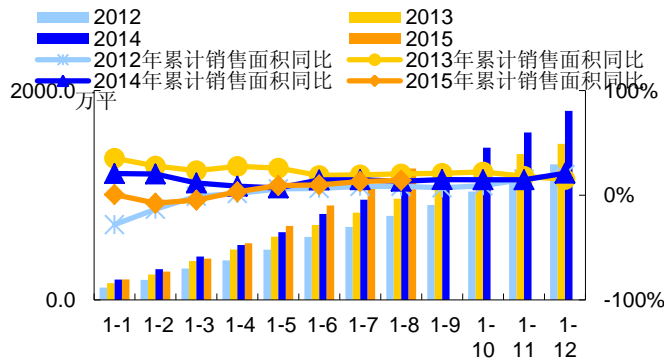
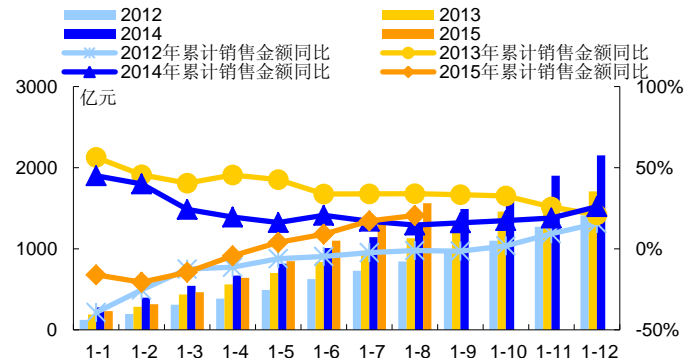


图 8：万科累计销售金额各年同期比较



数据来源：公司公告，中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

附：公司 15 年 8 月新增项目情况

新增项目	权益	占地面积 (万方)	容积 率	计容积 率建面	权益建 面	需支付交 易价款	楼面地价 (元/平米)
东莞麻涌新城中心项目	75%	30.4	1.8	54.3	40.7	3.7	909
东莞虎门百达大道项目	100%	5.3	2.2	11.6	11.6	4.92	4241
东莞体育路项目	80%	12.4	3	37.3	29.8	13.43	4501
南宁万科城项目	90%	17.5	4	70	63	16.2	2571
南宁五象湖南侧地块	80%	7.2	3	21.5	17.2	3.97	2308
苏州双冠南项目	58%	12.3	2.2	27.1	15.7	11.14	7087
大连中南路磁头厂项目	100%	1.5	2.1	3.2	3.2	2.11	6594
青岛山东路 B 地块项目	70%	0.4	5.5	2.2	1.5	0.64	4156
西安城市之光项目	90%	10	3.1	31	27.9	4.21	1509
郑州港区魅力之城 1#地块	51%	4.4	2	8.8	4.5	0.35	780
8 月合计		101.4	28.9	267	215.2	60.7	2819
1-8 月合计		479.1	28.9	1121	847.5	308.6	3641

数据来源：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	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	464806	537663	595331	641362
现金	62715	107787	95714	97783
应收账款	1894	2792	2553	3045
其它应收款	48924	46417	47841	47825
预付账款	29433	30316	28800	30240
存货	317726	350339	420407	462448
其他	4112	12	16	22
非流动资产	43603	38740	40287	41701
长期投资	19234	19234	19234	19234
固定资产	2308	4148	5656	7064
无形资产	878	878	878	878
其他	21184	14480	14519	14526
资产总计	508409	576403	635618	683064
流动负债	345654	393883	434490	456692
短期借款	2383	2248	4916	3663
应付账款	67047	70400	73920	77616
其他	181749	228636	255262	271840
非流动负债	46861	49024	47247	48886
长期借款	34537	35539	35039	35528
其他	12324	13486	12208	13358
负债合计	392515	442907	481737	505577
少数股东权益	27729	32045	36880	42239
股本	11038	11038	11038	11038
资本公积	8494	8494	8494	8494
留存收益	68072	81920	97470	115716
归属母公司股东权益	88165	101451	117001	135247
负债和股东权益	508409	576403	635618	683064

现金流量表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	41725	42841	-12259	3422
净利润	19288	23121	25904	29124
折旧摊销	549	468	648	824
财务费用	641	428	288	-248
投资损失	-4159	-4367	-4804	-5765
营运资金变动	25487	17267	-34276	-20530
其它	-80	5925	-19	16
投资活动现金流	-3487	2059	2648	3533
资本支出	1831	2135	1983	2059
长期投资	-2525	0	0	0
其他	-4182	4194	4631	5592
筹资活动现金流	-19617	171	-2462	-4886
短期借款	-2719	-135	2668	-1254
长期借款	-2146	1002	-500	489
普通股增加	23	0	0	0
资本公积增加	-56	0	0	0
其他	-14718	-696	-4630	-4121
现金净增加额	18649	45072	-12073	2069

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	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	146388	174531	196355	217472
营业成本	102557	122848	138059	153486
营业税金及附加	13167	15698	17661	19560
营业费用	4522	5186	5950	6526
管理费用	3903	4262	5015	5432
财务费用	641	428	288	-248
资产减值损失	790	0	0	0
公允价值变动收益	11	0	0	0
投资净收益	4159	4367	4804	5765
营业利润	24979	30476	34187	38480
营业外收入	352	352	352	352
营业外支出	79	0	0	0
利润总额	25252	30828	34539	38832
所得税	5965	7707	8635	9708
净利润	19288	23121	25904	29124
少数股东损益	3542	4316	4835	5359
归属母公司净利润	15745	18805	21069	23765
EBITDA	26169	31372	35123	39057
EPS (元)	1.43	1.70	1.91	2.15

主要财务比率

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	8.1%	19.2%	12.5%	10.8%
营业利润	3.0%	22.0%	12.2%	12.6%
归属于母公司净利润	4.1%	19.4%	12.0%	12.8%
获利能力				
毛利率	29.9%	29.6%	29.7%	29.4%
净利率	10.8%	10.8%	10.7%	10.9%
ROE	17.9%	18.5%	18.0%	17.6%
ROIC	30.0%	43.7%	32.3%	29.7%
偿债能力				
资产负债率	77.2%	76.8%	75.8%	74.0%
净负债比率				
流动比率	1.34	1.37	1.37	1.40
速动比率	0.42	0.48	0.40	0.39
营运能力				
总资产周转率	0.30	0.32	0.32	0.33
应收账款周转率	58	74	73	78
应付账款周转率	1.57	1.79	1.91	2.03
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.43	1.70	1.91	2.15
每股经营现金流(最新摊薄)	3.78	3.88	-1.11	0.31
每股净资产(最新摊薄)	7.99	9.19	10.60	12.25
估值比率				
P/E	9.97	8.35	7.45	6.60
P/B	1.78	1.55	1.34	1.16
EV/EBITDA	6	5	4	4

相关报告

报告日期	报告标题
2015-08-17	《万科 A-主业稳健前行，五大转型业务加速扩张》
2015-08-04	《万科 A-股权之争随时拉开，配资举牌彰显价值》
2015-07-13	《万科 A-销售创新高，前海人寿增持，蓝筹不二选择》
2015-06-07	《万科 A-销售量价齐升，产业链延伸及合作打开空间》
2015-05-06	《万科 A-4 月销售增幅显著，REITs 助推轻资产转型》
2015-04-09	《万科 A-销售回暖，成本下降，转型布局从容》
2015-04-07	《万科 A-逆市稳保增长，坚定转型谋变》
2015-02-06	《合伙人增持改革谋变，全球配置当然选择》
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》

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。

郑彬彬,中投证券房地产行业分析师,毕业于北京大学软件与微电子学院,软件工程硕士。

王修宝,中投证券房地产行业分析师,毕业于中国人民大学,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