

2015年10月9日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元/港元)

15/19

万科(000002.SZ/02202.HK)

Buy 买入

金九成色不足，政策助力，银十可期

结论与建议：

公司基本资讯

产业别	房地产		
A 股价(2015/10/8)	13.07		
深证成指(2015/10/8)	10394.73		
股价 12 个月高/低	16.08/8.78		
总发行股数(百万)	11049.61		
A 股数(百万)	9719.27		
A 市值(亿元)	1270.31		
主要股东	华润股份有限公司(14.89%)		
每股净值(元)	7.90		
股价/账面净值	1.65		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-8.2	-9.8	42.7

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2015-09-7	14.22	买入

产品组合

房地产开发与经营业	98.6%
房地产管理业及其他	1.4%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	7.1%
一般法人	18.2%

股价相对大盘走势



■ **公司 9 月的销售情况：**公司 9 月份实现销售面积 184.2 万平方米，销售金额 244.2 亿元，分别同比+11.2%和+24.7%，环比+7.3%和+9.8%。整体来看，公司 1-9 月累计实现销售面积 1440.0 万平米，销售金额 1804.8 亿元，分别同比增长 13.9%和 21.1%。公司销售业绩略低于我们的之前的预期。

■ **政策助力，“银十”可期：**公司 9 月销售金额环比增幅为 9.8%，低于公司近五年 9 月的平均增幅 14.9%。同比来看，由于基期的不断垫高，增速也是不断下降，但 9 月销售金额增速仍可维持在 24.7%。公司“金九”销售成色略低于我们的预期，预计主要是由于推盘偏少的因素所致。而从销售均价来看，受推盘结构的影响，公司 9 月的销售均价创出历史新高至 13257 元/平米，MOM+2.3%，YOY+12.1%。国家在 9 月 30 日公告降低非限购城市（即除去北上广深及三亚五城市）的商贷首付比例至 25%（原 30%），并积极推动公积金异地互贷政策，将再次降低购房者的购房门槛，将有利于房地产销售额的提升。我们认为公司在政策窗口期及旺季期间将会增加推盘，10 月销售将有望创出全年新高，但由于去年 10 月基期偏高，同比增速预计将继续回落。全年来看，我们仍维持 2500 亿左右销售的预期。

■ **物流业务再拿两地：**公司 9 月再获得长沙望城以及成都空港两物流项目，建筑面积分别为 5.5 万平米和 7.0 万平米，公司分别拥有 40%和 50%的权益，公司共需支付地价 0.58 亿元。截至目前，公司累计已收获 6 个物流项目，累计权益建筑面积为 22.3 万平米，物流业务稳步推进。

■ **公司债券利率创新低，回购已开始实施：**公司公告其 2015 年公司债（第一期）的发行额度为 50 亿，实际的发行票面利率为 3.5%。公司本次公司债的发行利率已为同业最低，通过低利率债券的发行，公司的综合融资成本将会得到进一步的下降。另外，公司 A 股回购已开始，截止 9 月 30 日，公司已回购社会公众股 1248 万股，占公司总股本的 0.113%，耗资 1.6 亿元，回购价格区间为 12.57-13.16 元/股。目前公司仍有 3 个月的可回购期以及 98.4 亿的回购资金，预计未来当公司股价跌破 13.16 元的回购价时，公司回购力度将加大，公司股价的安全边际明显。

■ **盈利预测与投资建议：**公司的回购计划、员工持股计划、以及险资的不断举牌已使得公司股价具备较为明显的安全边际，而从公司的发展来看，公司的房地产销售近期将会继续受益于房地产政策和货币政策的宽松，在未来还将受益于市占率的提升，以及公司在消费地产、产业地产等业务的积极布局。我们看好公司在行业下半场的发展前景。我们预计公司 2015、2016 年净利润将达到 172 亿元和 196 亿元，YOY 增长 9.1%和 14%，EPS1.56 元和 1.78 元，A 股对应 PE 为 8.4 倍和 7.4 倍，PB1.4 倍；H 股对应 PE 为 9.1 倍和 8.0 倍 PB1.6 倍，公司估值偏低，我们继续给予 A 股、H 股“买入”的投资建议。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	12551	15119	15745	17176	19580
同比增减	%	30.4%	20.5%	4.1%	9.1%	14.0%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.14	1.37	1.43	1.56	1.78
同比增减	%	30.4%	20.2%	4.1%	9.1%	14.0%
A 股市盈率 (P/E)	X	11.5	9.5	9.1	8.4	7.4
H 股市盈率 (P/E)		12.4	10.3	9.9	9.1	8.0
股利 (DPS)	RMB 元	0.16	0.41	0.5	0.5	0.6
股息率 (Yield)	%	1.22%	3.14%	3.83%	4.18%	4.76%

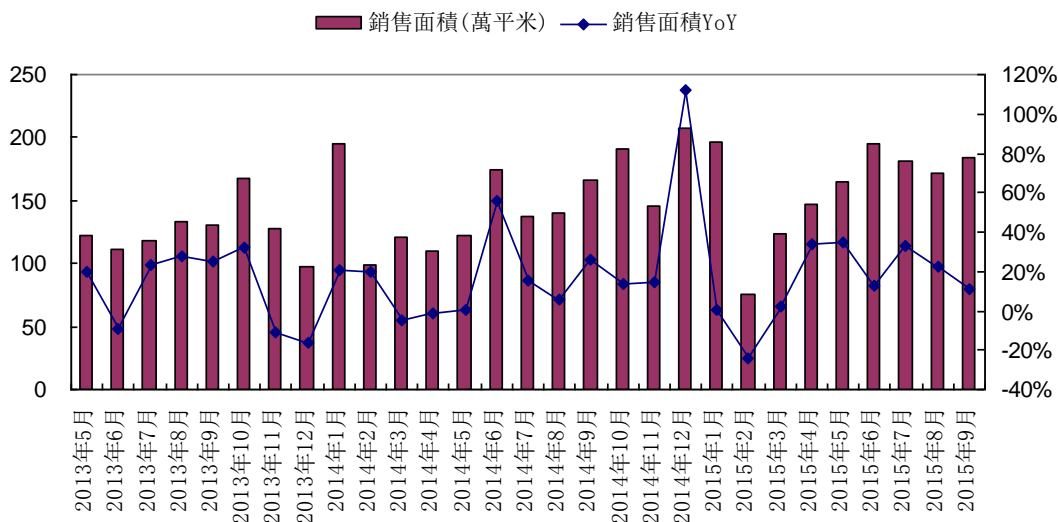
预期报酬 (Expected Return; ER) 为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

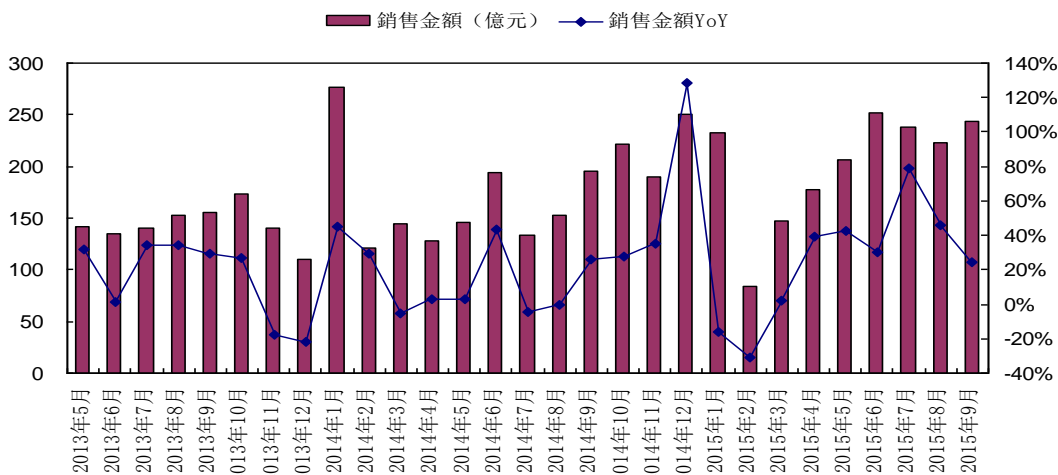
卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

图 1: 万科单月销售面积及同比增速



数据来源: 公司公告、群益整理

图 2: 万科单月销售金额及同比增速



数据来源: 公司公告、群益整理

附一：合并损益表

百万元	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	103116	135419	146388	166496	198088
经营成本	65422	92798	102557	119877	144604
营业税金及附加	10916	11545	13167	14985	17828
销售费用	3056	3865	4522	4745	5645
管理费用	2780	3003	3903	3996	4754
财务费用	765	892	641	999	990
资产减值损失	0	60	790	0	0
投资收益	929	1005	4159	6239	8111
营业利润	21013	24261	24979	28133	32376
营业外收入	145	119	352	150	150
营业外支出	88	89	79	80	80
利润总额	21070	24291	25252	28203	32446
所得税	5408	5993	5965	7051	8274
少数股东损益	3111	3179	3542	3977	4593
归属于母公司所有者的净利润	12551	15119	15745	17176	19580

附二：合并资产负债表

百万元	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
货币资金	52292	44365	62715	64910	67182
应收账款	1887	3079	1894	21765	10536
存货	255164	331133	317726	333073	387000
流动资产合计	362774	442047	464806	495212	528342
长期股权投资	7040	10637	19234	20434	21230
固定资产	1612	2130	2308	2735	2980
在建工程	1051	914	1833	1223	1485
非流动资产合计	16028	37159	43603	47963	52760
资产总计	378802	479205	508409	543175	581102
流动负债合计	259834	328922	345654	362937	381084
非流动负债合计	36830	44844	46861	49204	51664
负债合计	296663	373766	392515	412141	432748
少数股东权益	18313	28543	27729	31706	36298
股东权益合计	63826	76896	88165	99329	112056
负债及股东权益合计	378802	479205	508409	543175	581102

附三：合并现金流量表

百万元	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
经营活动产生的现金流量净额	3044	1955	41725	2990	3100
投资活动产生的现金流量净额	-7289	-5133	-3487	-7930	-4630
筹资活动产生的现金流量净额	22922	-4748	-19617	1331	3260
现金及现金等价物净增加额	18677	-7926	18649	3257	2272

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场,或会买入,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。