

万科A (000002)

强烈推荐

行业：房地产开发

传统业务竞争优势巩固，转型提速深入

公司公布2015年三季报，报告期实现营业收入796.0亿元(+26.1%)，归母净利润68.5亿元(+6.1%)，EPS0.62元，扣非后EPS0.60元(+7.3%)。

投资要点：

✧ **结算规模上升，合作项目占比提升致利润增速大幅弱于毛利。**前三季度公司实现竣工776.9万方(+17.4%)，占全年计划的49.2%，**公司预计全年竣工面积略高于年初计划。**竣工增长推动结算上升，1-9月累计结算661.9万方，结算收入767.6亿元，同比分别增19.5%和24.7%。累计实现营收796.0亿元(+26.1%)；净利润(含少数股东损益)95.4亿元(+25.4%)；但由于合作项目比例提升，扣除少数股东损益后净利润为68.5亿元，同比仅增6.1%。**前三季度少数股东权益占比27%，明显超出近5年12%~15%的区间。**

✧ **毛利率小幅下降，三项费用率下降。**1-9月结算均价11597元/平米，较14年全年小幅增1.7%，公司已售未结资源合计2138万方、合同金额约2490亿元，均价11645元/平米，今年销售均价持续走高，后期结算均价仍有上涨可能。综合毛利率29.1%同比减少1个百分点。管理提效显著，销售费用、管理费用和财务费用率均较去年同期有所下降，合计三费率6.6%(同比-1.7pc)其中财务费用绝对值较去年同期下降43.5%。

✧ **财务稳健，融资成本进一步降低。**至9月底货币资金超短债186亿元，剔除并不构成实际偿债压力的预收账款后负债率38.3%，净负债率仅23.4%，持续保持行业低位。公司已发行50亿债券，5年期利率仅3.5%，创房企在大陆债券融资成本最低记录。

✧ **销售喜人，提速补货。**公司销售屡创新高，已连续5月单月金额超200亿元，1-9月累计销售面积1439.8万方、1804.7亿元，同比分别增长13.9%和21.1%，全年有望达2500亿元(+16%)。公司1-9月累计新增50个项目，权益建面788万方，超去年全年水平，平均土地成本为人民币3731元/平米低于14年全年4372元/平米的水平。截至9月底规划中项目的权益建面合计3711万方，满足2-3年开发需求。

✧ **业务转型提速深入。**在巩固传统业务竞争优势的同时，围绕产业链积极布局。目前，物流地产(已公告6个物流地产项目)、物业服务市场化、租赁公寓、教育营地、海外业务等方面的探索也持续深入，**以合伙人精神共创大业，有望在新领域尽快取得实效。**

✧ **受益行业和金融政策的持续宽松，行业优胜劣汰带来更多商机，多元化业务快速扩张打开估值空间。**作为低估值行业龙头，是配置的首选。考虑到少数股东权益影响下调15-17年EPS至1.59、1.78和2.01元，对应当前股价PE9/8/7倍；**房地产开发业务RNAV 16.29，目前股价RNAV84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，转型新业务收效时间过久拖累利润增长。

主要财务指标

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	146388	174531	196355	217472
收入同比(%)	8%	19%	13%	11%
归属母公司净利润	15745	17572	19687	22134
净利润同比(%)	4%	12%	12%	12%
毛利率(%)	29.9%	29.6%	29.7%	29.4%
ROE(%)	17.9%	17.5%	17.2%	16.9%
每股收益(元)	1.43	1.59	1.78	2.01
P/E	9.58	8.58	7.66	6.81
P/B	1.71	1.50	1.32	1.15
EV/EBITDA	6	5	4	4

资料来源：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

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

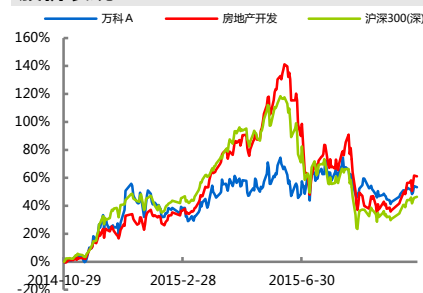
当前股价：13.66

评级调整：维持

基本资料

总股本(百万股)	11,050
流通股本(百万股)	9,719
总市值(亿元)	1,513
流通市值(亿元)	1,331
成交量(百万股)	34.46
成交额(百万元)	468.11

股价表现



相关报告

《万科A-销售平稳增长，谋变从未止步》
2015-10-09

《万科A-销售维持高位，增持及回购凸显投资价值》2015-09-07

《万科A-主业稳健前行，五大转型业务加速扩张》2015-08-17

附：公司 2015 年三季度报财务与经营等指标

图 1：经营情况

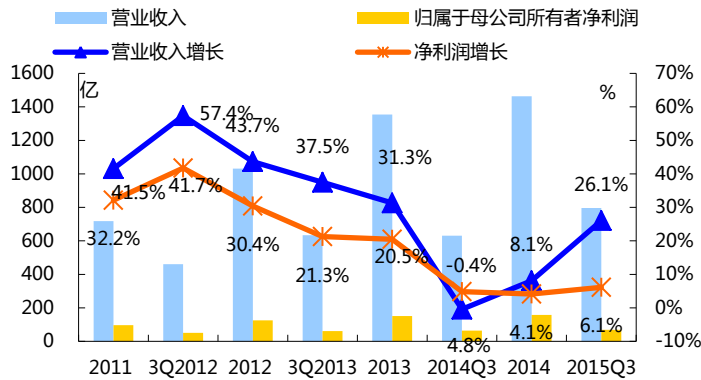


图 2：EPS 和 ROE

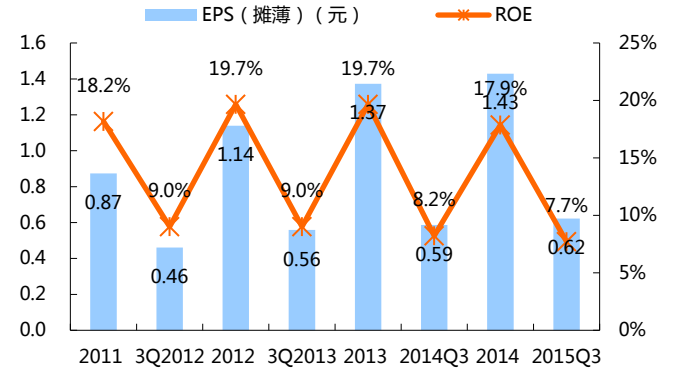


图 3：综合毛利率和净利率

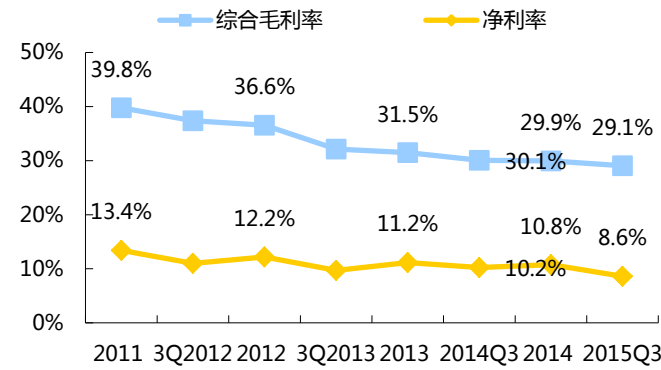


图 4：三费水平

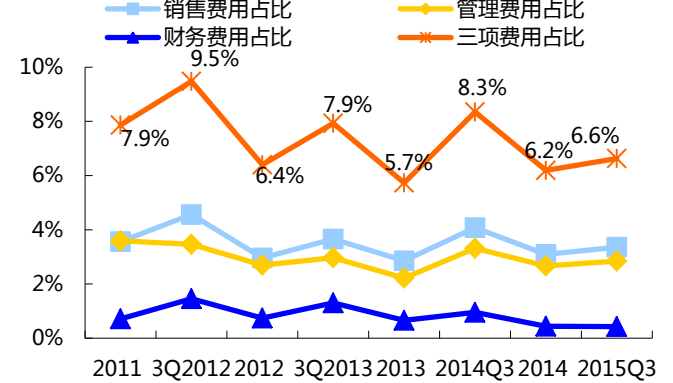


图 5：货币资金与短期负债

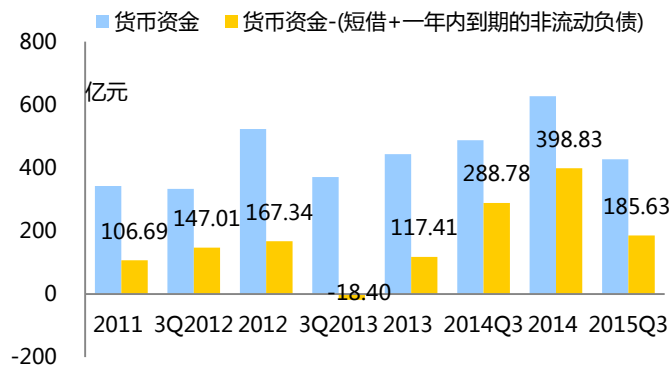
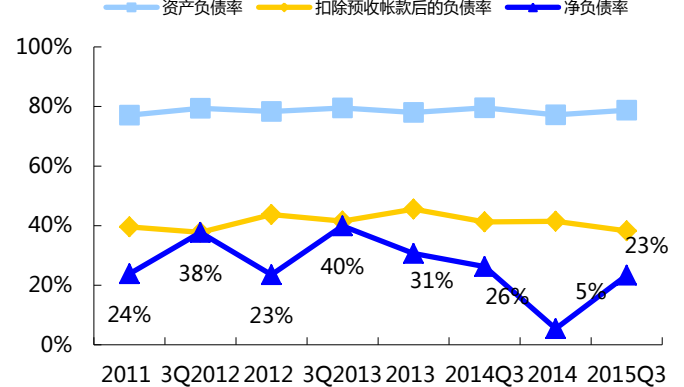


图 6：负债水平



数据来源：公司公告，中国中投证券研究总部

附：公司 15 年 1-9 月销售情况

图 1：万科月度销售面积、销售金额与销售均价

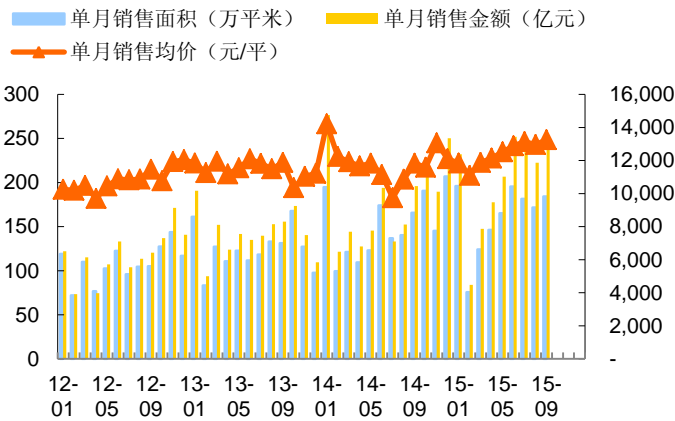


图 2：万科月度销售均价与累计销售均价

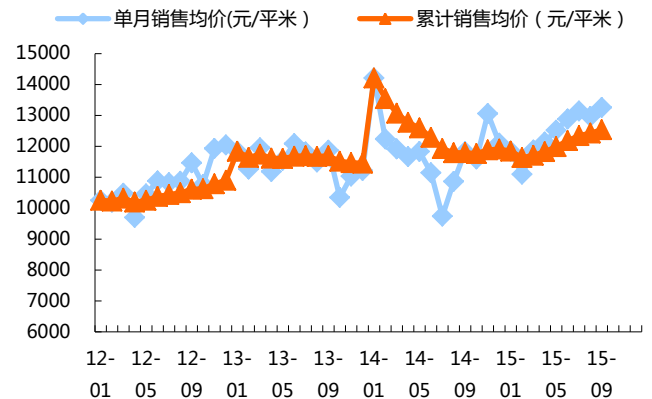


图 3：万科各年月度销售均价

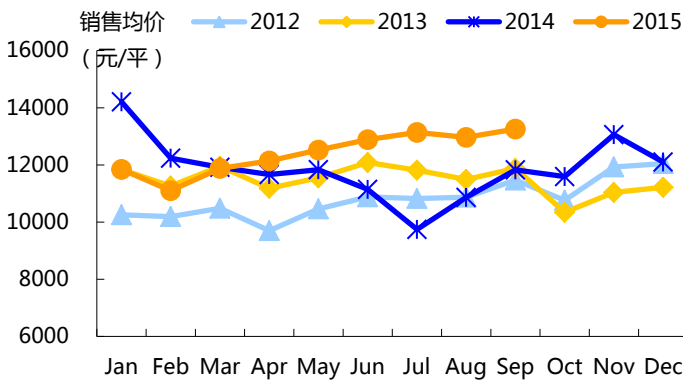


图 4：万科各年累计销售均价

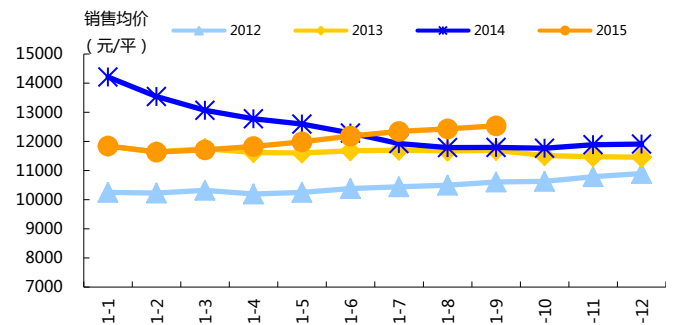


图 5：万科各年月度销售面积

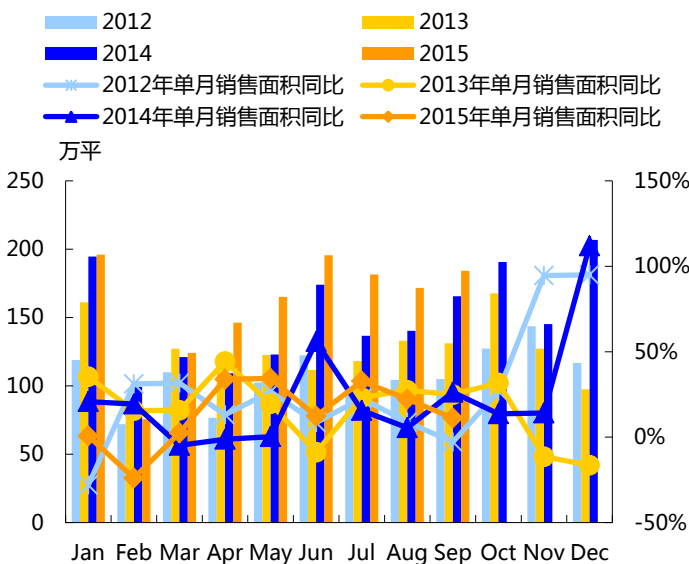
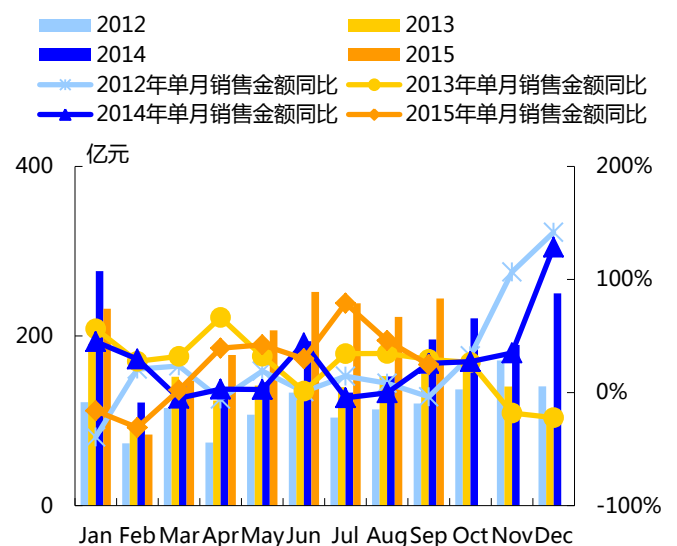


图 6：万科各年月度销售金额



数据来源：公司公告，中国中投证券研究总部

图 7：万科各年累计销售面积

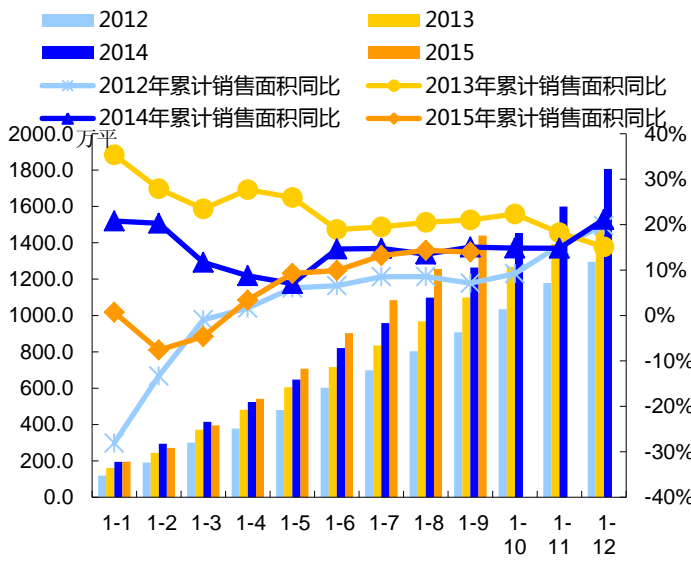
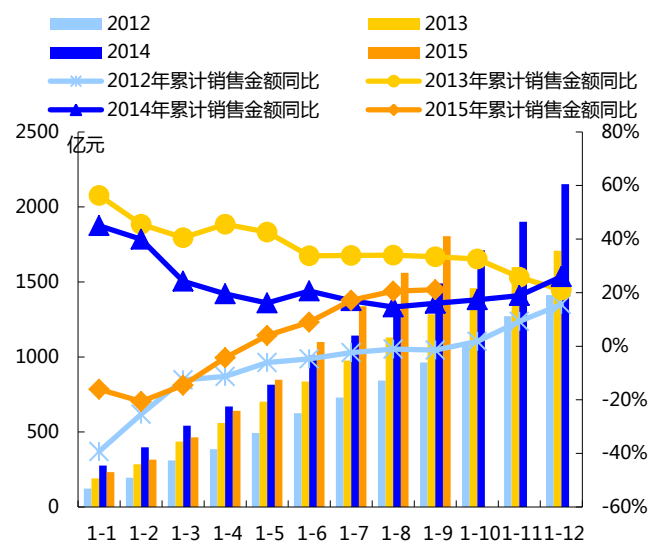


图 8：万科累计销售金额各年同期比较



数据来源：公司公告，中国中投证券研究总部

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	33278	39495	46485
股本	11038	11038	11038	11038
资本公积	8494	8494	8494	8494
留存收益	68072	80687	94855	111471
归属母公司股东权益	88165	100218	114386	131002
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	5549	6217	6990
归属母公司净利润	15745	17572	19687	22134
EBITDA	26169	31372	35123	39057
EPS (元)	1.43	1.59	1.78	2.01

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%	11.6%	12.0%	12.4%
获利能力				
毛利率	29.9%	29.6%	29.7%	29.4%
净利率	10.8%	10.1%	10.0%	10.2%
ROE	17.9%	17.5%	17.2%	16.9%
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	1.59	1.78	2.01
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	9.08	10.36	11.87
估值比率				
P/E	9.58	8.58	7.66	6.81
P/B	1.71	1.50	1.32	1.15
EV/EBITDA	6	5	4	4

相关报告

报告日期	报告标题
2015-10-09	《万科 A-销售平稳增长，谋变从未止步》
2015-09-07	《万科 A-销售维持高位，增持及回购凸显投资价值》
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》
2014-03-18	《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