

2015年12月04日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元/港元)

20/24

## 万科(000002.SZ/02202.HK)

HOLD 持有

公司11月销售超预期,估值已快速修复,暂下调至“持有”评级

### 结论与建议:

■ **公司11月的销售情况:** 公司11月份实现销售面积192.8万平方米,销售金额241.1亿元,分别同比+32.8%和+27.2%,环比+2.9%和+2.0%。公司11月销售业绩好于我们的预期,较10月旺季仍有增长。整体来看,公司1-11月累计实现销售面积1820.1万平米,销售金额2282.4亿元,分别同比增长13.8%和20.1%。

■ **受益于一二线城市销售景气,公司销售业绩持续增长:** 我们认为公司11月销售持续增长主要受益于全国一、二线城市销售景气持续向上:全国30大中城市11月销售面积为2412万平米, MOM 增长8.2%, YOY 增长16.2%。从销售均价来看,公司11月的销售均价环比-0.9%,同比-4.2%至12505元每平米。目前房地产市场环境仍较为宽松,我们认为公司销售将维持在高位,但由于去年12月基期偏高,今年12月单月的销售同比增速将会有所回落。对于全年,我们仍维持2500亿(YOY+16%)销售金额的判断。

■ **11月继续补地:** 在销售快速去化的背景下,公司近几个月补地较为积极。公司11月共新增14个住宅项目,权益建筑面积206.1万平米,支付土地款137.1亿元,项目仍主要位于一、二线城市。整体来看,公司2015年1-11月共拿地约1255亿平米,拿地支出金额为566亿元,占2015年1-11月销售额的24.8%,较2014年全年12%的拿地/销售占比有了明显的提升。

■ **盈利预测与投资建议:** 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。另外,公司在消费地产、产业地产等业务已在进行积极的布局,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12.3倍和10.8倍, PB2.1倍; H股对应PE为11.3倍和9.9倍, PB1.95倍。由于近几个交易日公司股价持续快速上涨,公司估值已得到了修复,我们暂下调公司A股、H股至“持有”的投资建议。

..... 接续下页.....

### 公司基本资讯

产业别	房地产		
A 股价(2015/12/3)	19.15		
深证成指(2015/12/3)	12447.38		
股价12个月高/低	19.15/11.03		
总发行股数(百万)	11050.53		
A 股数(百万)	9715.85		
A 市值(亿元)	1860.58		
主要股东	华润股份有限公司(15.23%)		
每股净值(元)	8.05		
股价/账面净值	2.38		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	35.6	40.0	69.3

### 近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2015-11-04	13.66	买入

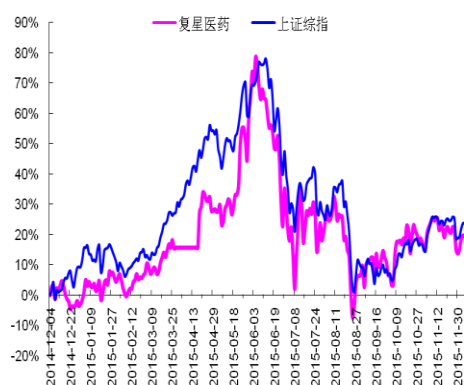
### 产品组合

房地产开发与经营业	97.9%
房地产管理业及其他	2.1%

### 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



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	16.8	14.0	13.4	12.3	10.8
H 股市盈率 (P/E)		15.4	12.8	12.3	11.3	9.9
股利 (DPS)	RMB 元	0.16	0.41	0.5	0.5	0.6
股息率 (Yield)	%	0.84%	2.14%	2.61%	2.85%	3.25%

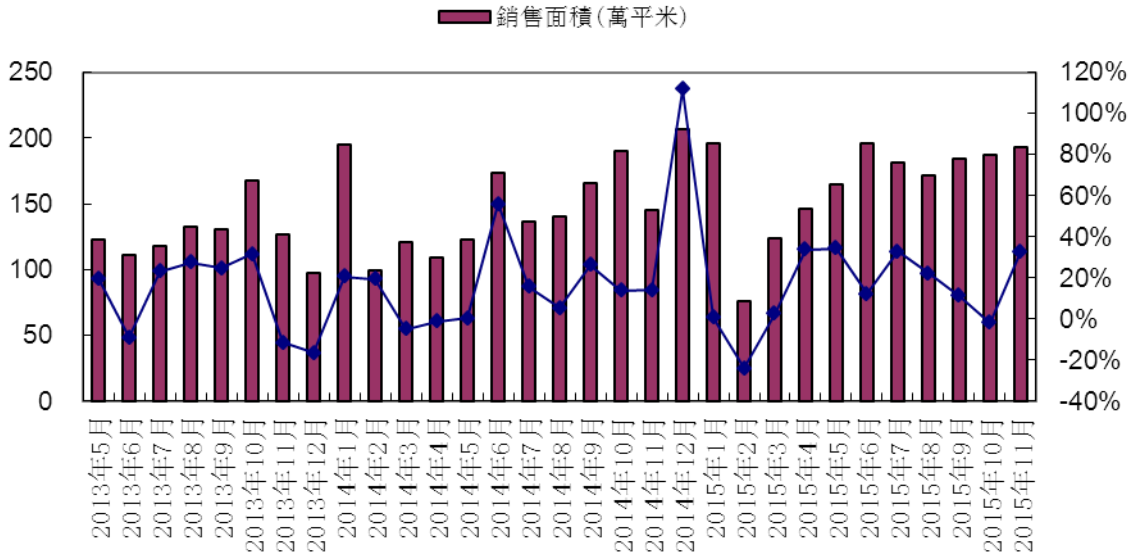
预期报酬 (Expected Return; ER) 为准, 说明如下:

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

中性 Neutral ( $10\% > ER > -10\%$ )

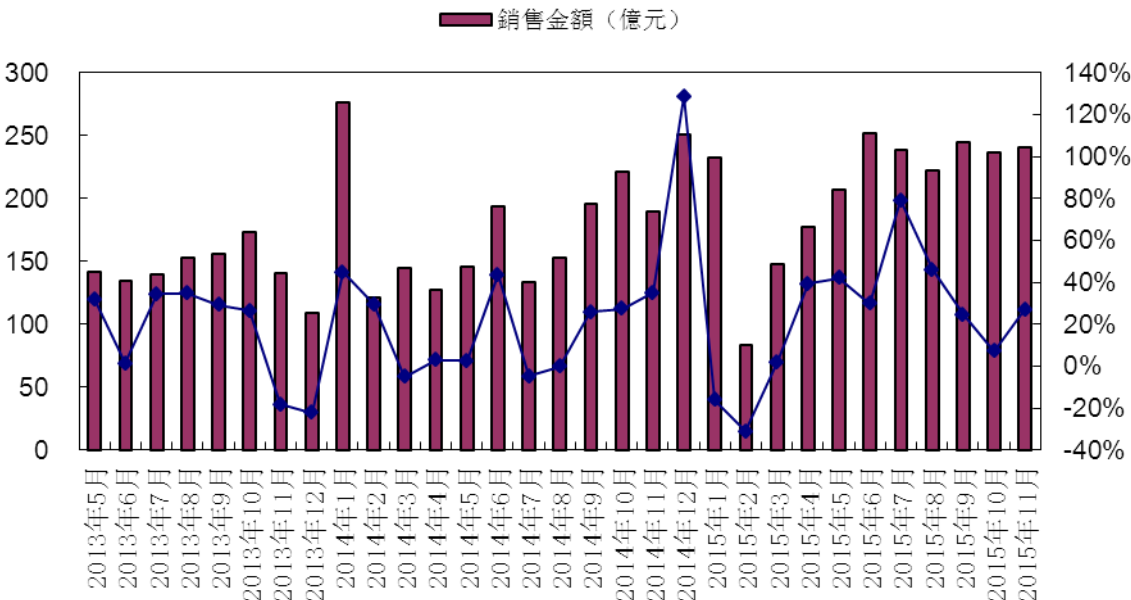
卖出 Sell ( $-30\% < ER \leq -10\%$ ); 强力卖出 Strong Sell ( $ER \leq -30\%$ )

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@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@。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。