

买入 维持

万科 A (000002)

2014 年 11 月 5 日

销售额创历史次高，估值切换能力突出

公司 11 月 4 日股价：9.39 (元/股)
6 个月目标价位：12.83 (元/股)

房地产行业首席分析师：涂力磊
SAC 执业证书编号：S0850510120001
tll5535@htsec.com
021-23219747

房地产行业分析师：贾亚童
SAC 执业证书编号：S0850512080005
jiayt@htsec.com
021-23219421

事件：

2014 年 10 月份公司实现销售面积 190.6 万平方米，销售金额 220.9 亿元。

投资建议：

当期销售额大幅放量，创历史次高：公司 10 月实现销售面积 190.6 万平方米，比 2013 年同期上升 13.66%，环比上升 15.1%；实现销售金额 220.9 亿元，比去年同期上升 27.32%，环比上升 12.76%。10 月新政后公司销售明显放大，其中销售额数据略超市场预期。考虑公司市场节奏把握能力以及本身产品符合政策定位，我们预计公司全年销售超 2000 亿属大概率事件。

1-10 月公司实现累计销售面积 1454.4 万平，同比增长 14.85%；实现累计销售金额 1711.4 亿，同比增长 17.34%。从销售均价看，10 月销售均价为 1.16 万元/平，与今年 1 月 1.42 万元/平销售价格相比有所下降。

当月新增项目 4 处，土地投资依旧谨慎。10 月公司新增项目权益建面 102.88 万平，累计土地权益投资 57.89 亿。公司 2014 年 1-10 月新增权益建筑面积 521.28 万平；新增权益土地投资 198.24 亿。截至 10 月公司土地投资金额相对去年累计回落 71.8%。除 10 月小幅放量外，下半年公司土地权益投资基本处于持续紧缩状态。考虑到市场下行期土地降温是大概率事件，以上策略将为公司未来取得更有利地块打下基础。此外，公司小股操盘项目明显增多也是权益投资下降的原因。考虑当前土地储备足够满足公司销售需要，我们预计公司 2014 年土地投资额将以保持现有规模为主。

保险公司前期大幅增持，股东结构变化有利估值国际化：截至 3 季度末，安邦对万科持股比例已达到 2.13%。考虑安邦此前多次举牌地产企业，不排除未来安邦继续增持万科。目前华润、公司事业部合伙人、安邦和外资股东已成万科前四大股东。我们认为股东结构转变将对万科 A 未来估值国际化起到积极意义。万科 A 低估值和持续成长优势将对长线资金带来更大吸引。

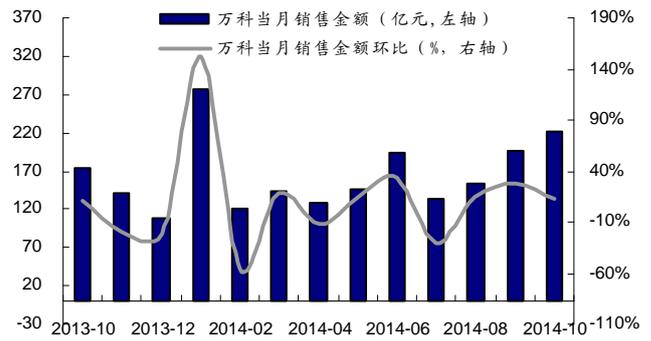
投资建议：目标价 12.83 元，估值切换能力强，维持“买入”评级：我们在 2013 年行业深度报告《打破地产估值柏林墙》中指出 A 股地产龙头公司估值溢价将成为未来趋势。目前公司 B 转 H 已成功实施，估值国际化接轨将成为万科未来股价趋势。考虑龙头企业市场集中度提高、优质公司治理、股东结构的不断改善，我们认为万科合理估值应该与 H 股龙头公司接近，2014 年合理估值在 7.5 倍上下。预计公司 2014、2015 年 EPS 分别是 1.71 和 2.05 元，RNAV 在 15.2 元。按照公司 11 月 4 日 9.39 元股价计算，对应 2014 和 2015 年 PE 为 5.49 倍和 4.58 倍。给予公司 2014 年 7.5 倍市盈率，对应股价 12.83 元，维持对公司的“买入”评级。

主要内容：

1. 当期销售额大幅放量，创历史次高：公司 10 月实现销售面积 190.6 万平方米，比 2013 年同期上升 13.66%，环比上升 15.1%；实现销售金额 220.9 亿元，比去年同期上升 27.32%，环比上升 12.76%。10 月新政后公司销售明显放大，其中销售额数据略超市场预期。考虑公司市场节奏把握能力以及本身产品符合政策定位，我们预计公司全年销售超 2000 亿属大概率事件。

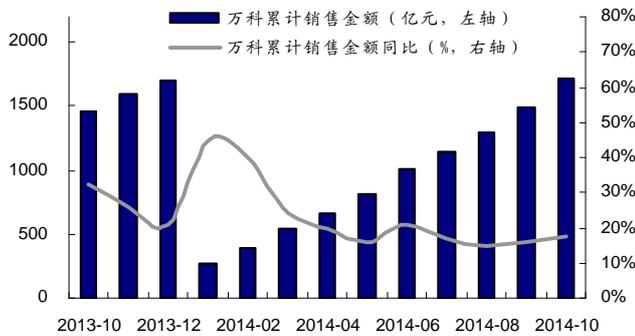
图1 万科当月销售面积


资料来源：公司销售公告、海通证券研究所

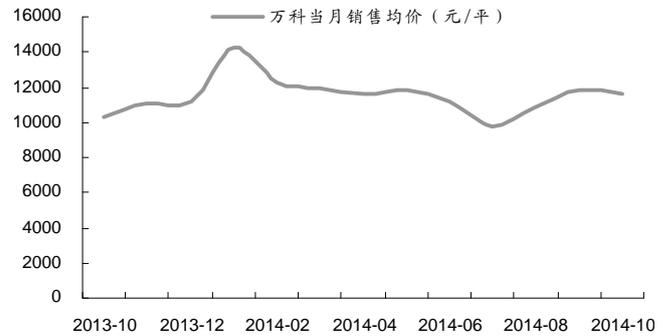
图2 万科当月销售金额


资料来源：公司销售公告、海通证券研究所

1-10月公司实现累计销售面积1454.4万平，同比增长14.85%；实现累计销售金额1711.4亿，同比增长17.34%。从销售均价看，10月销售均价为1.16万元/平，与今年1月1.42万元/平销售价格相比有所下降。

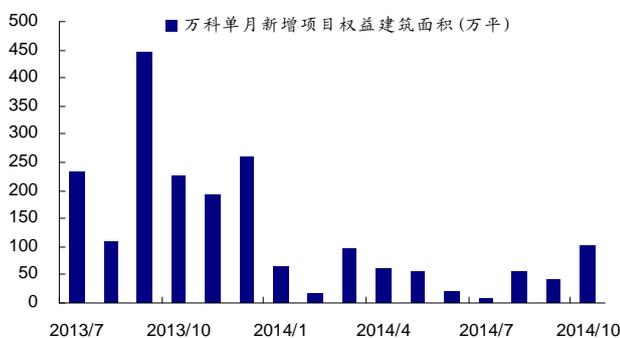
图3 万科销售金额累计


资料来源：公司销售公告、海通证券研究所

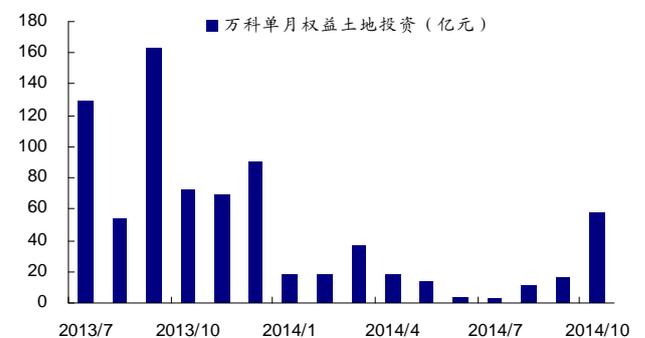
图4 万科单月销售均价


资料来源：公司销售公告、海通证券研究所

2. 当月新增项目4处，土地投资依旧谨慎。10月公司新增项目权益建面102.88万平，累计土地权益投资57.89亿。公司2014年1-10月新增权益建筑面积521.28万平；新增权益土地投资198.24亿。截至10月公司土地投资金额相对去年累计回落71.8%。除10月小幅放量外，下半年公司土地权益投资基本处于持续紧缩状态。考虑到市场下行期土地降温是大概率事件，以上策略将为公司未来取得更有利地块打下基础。此外，公司小股操盘项目明显增多也是权益投资下降的原因。考虑当前土地储备足够满足公司销售需要，我们预计公司2014年土地投资额将以保持现有规模为主。

图5 万科各月新增项目建筑面积


资料来源：公司销售和土地储备公告、海通证券研究所

图6 万科单月土地投资变化


资料来源：公司销售和土地储备公告、海通证券研究所

3. 保险公司前期大幅增持，股东结构变化有利估值国际化：公司事业部合伙人持续增持公司股票，体现企业上下对公司中长期发展信心。截至三季度末，盈安合伙购买的券商集合计划持有的公司A股股票占公司总股份数的3.3%。

表 1 公司大股东和事业部合伙人已陆续增持

增持股东名称	增持股份数 (万股)	增持股份占公司 总股本比例	增持后所持股份占 公司总股本比例	预计增持价格 (元/股)	增持时间	涉及资金 (亿元)
华润股份有限公司	2640	0.24%	15%	6.78	2014年3月10日	
华润股份有限公司	2640	0.24%	15%	7.5	2014年3月19日和20日	
1320名事业合伙人	3583.92	0.33%	0.33%	8.38	2014年5月28日	3
1320名事业合伙人	2318.81	0.21%	0.54%	8.52	2014年5月29日	1.98
1320名事业合伙人	2647.66	0.24%	0.78%	8.55	2014年5月30日	2.26
1320名事业合伙人	4005.25	0.36%	1.14%	8.3	2014年6月4日至6月12日	3.33
1320名事业合伙人	6184.23	0.56%	1.70%	8.42	2014年6月3日	5.21
1320名事业合伙人	2396.96	0.22%	1.92%	8.4	2014年6月13日至6月19日	2.01
1320名事业合伙人	4629.97	0.42%	2.34%	8.83	2014年6月20日至2014年8月27日	4.09
1320名事业合伙人	57011386	0.52%	2.86%	9.36	2014年9月15日	5.33
1320名事业合伙人	44356875	0.40%	3.26%	9.24	2014年9月16日至2014年9月23日	4.1

资料来源: 公司增持公告、海通证券研究所

除此之外, 三季度安邦人寿保险对万科连续增持。截至3季度末, 安邦对万科持股比例已达到2.13%。考虑安邦此前多次举牌地产企业, 不排除未来安邦继续增持万科。目前华润、公司事业部合伙人、安邦和外资股东已成万科前四大股东。我们认为股东结构转变将对万科A未来估值国际化起到积极意义。万科A低估值和持续成长优势将对长线资金带来更大吸引。

表 2 公司股东情况

股东名称	股东性质	持股比例	持股总数(股)
华润股份有限公司	国有法人	14.94%	1645494720
HKSCC NOMINEES LIMITED	境外法人	11.94%	1314945777
国信证券-工商银行-国信金鹏分级1号集合资产管理计划	其他	3.30%	364036073
安邦人寿保险股份有限公司-稳健型投资组合	其他	2.13%	234552728
GIC PRIVATE LIMITED	其他	1.42%	156870944
南方东英资产管理有限公司-南方富时中国 A50ETF	其他	1.26%	139073560
刘元生	其他	1.21%	133791208
中国民生银行股份有限公司-银华深证100指数分级证券投资基金	其他	0.92%	101033100
UBS AG	其他	0.64%	70698939
万科企业股份有限公司工会委员会	其他	0.61%	67168517

资料来源: 公司2014年三季报、海通证券研究所

注: HKSCC NOMINEES LIMITED 所持股份为其代理的在 HKSCC NOMINEES LIMITED 交易平台上交易的公司 H 股股份总和

股东结构转体现海外资金和万科员工对公司中长期发展的认可, 将对万科A未来估值国际化起到积极影响。万科A虽不是沪港通直接标的, 但其行业龙头地位仍将吸引长线资金关注。目前万科A、万科企业和中国海外2014年PE分别是5.49倍、6.97倍和7.85倍。

表 3 公司估值情况

公司名称	代码	14年11月4日股价 (元/股)	EPS (元)		PE	
			2014E	2015E	2014E	2015E
碧桂园	2007.HK	3.08	0.56	0.63	5.50	4.89
远洋地产	3377.HK	4.53	0.58	0.69	7.81	6.57
中国海外发展	0688.HK	22.85	2.91	3.49	7.85	6.55
华润置地	1109.HK	18.62	2.01	2.39	9.26	7.79
龙湖地产	0960.HK	9.37	1.82	2.09	5.15	4.48
	H股龙头平均值				7.11	6.06
万科	000002.SZ	9.39	1.71	2.05	5.49	4.58
保利地产	600048.SH	5.85	1.29	1.57	4.53	3.73
	A股龙头平均值				5.01	4.15
万科企业	2202.HK	14.90	2.14	2.56	6.97	5.81

资料来源: wind、海通证券研究所

4. 投资建议: 维持“买入”评级。目前万科A、万科企业和中国海外 2014 年PE分别是 5.49 倍、6.97 倍和 7.85 倍。万科A相对板块估值明显偏低, 后期带来更大估值切换优势。我们在 2013 年行业深度报告《打破地产估值柏林墙》中指出A股地产龙头公司估值溢价将成为未来趋势。目前华润、公司事业部合伙人、安邦保险和外资已成公司前四大股东。股东结构转变体现出中长线资金和万科员工对企业发展的认可, 有利公司估值国际化。不仅股东结构发生改变, 公司“小股操盘”、商业运行模式也开始与国际一流公司接轨, 公司正在逐步实现业务模式国际化过程。预计公司 2014、2015 年EPS 分别是 1.71 和 2.05 元, RNAV在 15.2 元。按照公司 11 月 4 日 9.39 元股价计算, 对应 2014 和 2015 年PE为 5.49 倍和 4.58 倍。考虑龙头企业市场集中度提高、优质公司治理、股东结构和国际化程度的不断改善, 我们认为给予万科H股龙头估值水平, 即 7.5 倍市盈率, 对应股价 12.83 元, 维持对公司的“买入”评级。

风险提示: 行业基本面下行风险。

损益表(人民币百万元)

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业总收入	103,116	135,419	153,438	188,532	216,087
增长率(%)	43.7	31.3	13.3	22.9	14.6
营业成本	-65,422	-92,798	-102,388	-127,428	-144,971
营业成本/销售收入(%)	63.4	68.5	66.7	67.6	67.1
毛利	37,695	42,621	51,050	61,104	71,116
毛利率(%)	36.6	31.5	33.3	32.4	32.9
营业税金及附加	-10,916	-11,545	-14,479	-18,849	-21,388
营业税金及附加/销售收入(%)	10.6	8.5	9.4	10.0	9.9
营业费用	-3,056	-3,865	-5,063	-5,656	-6,483
营业费用/销售收入(%)	3.0	2.9	3.3	3.0	3.0
管理费用	-2,780	-3,003	-5,063	-5,656	-6,483
管理费用/销售收入(%)	2.7	2.2	3.3	3.0	3.0
息税前利润(EBIT)	20,942	24,209	26,444	30,943	36,763
EBIT/销售收入(%)	20.3	17.9	17.2	16.4	17.0
财务费用	-765	-892	-1,941	-1,827	-1,821
财务费用/销售收入(%)	0.7	0.7	1.3	1.0	0.8
资产减值损失	-84	-60	0	0	0
公允价值变动收益	-9	-1	0	0	2
投资收益	929	1,005	310	580	580
投资收益/税前利润(%)	4.4	4.1	1.2	2.0	1.6
营业利润	21,013	24,261	24,813	29,695	35,524
营业利润率(%)	20.4	17.9	16.2	15.8	16.4
营业外收支	57	30	0	0	0
税前利润	21,070	24,291	24,813	29,695	35,524
利润率(%)	20.4	17.9	16.2	15.8	16.4
所得税	-5,408	-5,993	-5,707	-6,830	-8,171
所得税率(%)	25.7	24.7	23.0	23.0	23.0
净利润	15,663	18,298	19,106	22,865	27,353
少数股东损益	3,111	3,179	223	267	320
归属于母公司的净利润	12,551	15,119	18,883	22,598	27,034
净利率(%)	12.2	11.2	12.3	12.0	12.5

现金流量表(人民币百万元)

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	15,663	18,298	19,106	22,865	27,353
少数股东损益	3,111	3,179	223	267	320
非现金支出	266	239	87	87	87
非经营收益	-967	-641	2,074	1,804	1,801
营运资金变动	-11,324	-16,008	-13,186	-22,144	-17,697
经营活动现金净流	6,749	5,067	8,304	2,879	11,864
资本开支	149	2,438	-182	84	85
投资	-3,349	-6,856	5,374	0	0
其他	1,045	1,339	310	580	582
投资活动现金净流	-2,453	-7,954	5,866	496	497
股权募资	2,991	3,184	0	0	0
债权募资	20,613	3,514	-2	0	-2
其他	-7,370	-8,783	-2,384	-2,384	-2,384
筹资活动现金净流	16,234	-2,086	-2,386	-2,384	-2,386
现金净流量	20,529	-4,973	11,785	991	9,976

资料来源: Wind, 海通证券研究所

资产负债表(人民币百万元)

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	52,292	44,365	55,927	56,651	66,307
应收款项	1,887	3,079	2,763	3,394	3,890
存货	255,164	331,133	334,686	372,273	408,095
其他流动资产	53,432	63,469	68,836	80,572	86,590
流动资产	362,774	442,047	462,212	512,889	564,882
流动资产/总资产(%)	95.8	92.2	93.6	94.2	94.7
长期投资	9,420	24,814	9,557	9,758	9,960
固定资产	2,663	3,043	1,544	1,464	1,384
固定资产/总资产(%)	0.7	0.6	0.3	0.3	0.2
无形资产	671	695	1,014	1,092	1,170
非流动资产	16,028	37,159	20,721	20,920	21,120
非流动资产/总资产(%)	4.2	7.8	4.2	3.8	3.5
资产总计	378,802	479,205	493,989	544,664	596,658
短期借款	35,557	32,624	32,624	32,624	32,623
应付款项	216,907	288,965	287,131	313,912	337,805
其他流动负债	6,719	7,042	4,281	5,310	6,059
流动负债	259,184	328,631	324,037	351,846	376,487
长期贷款	36,036	36,683	36,683	36,683	36,683
其他长期负债	794	8,161	8,161	8,161	8,161
负债	296,663	373,766	369,433	397,243	421,884
普通股股东权益	63,826	76,896	95,789	118,387	145,421
少数股东权益	18,313	28,543	28,767	29,034	29,354
负债股东权益合计	378,802	479,205	493,989	544,664	596,658

比率分析

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标(元)					
每股收益	1.142	1.373	1.714	2.052	2.454
每股净资产	5.805	6.981	8.696	10.748	13.202
每股经营现金净流	0.338	0.761	0.734	0.237	1.048
每股股利	0.180	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率(%)					
净资产收益率	19.7	19.7	19.7	19.1	18.6
总资产收益率	3.3	3.2	3.8	4.1	4.5
投入资本收益率	16.8	16.0	14.9	15.0	16.1
增长率(%)					
营业总收入增长率	43.7	31.3	13.3	22.9	14.6
EBIT增长率	33.9	15.6	9.2	17.0	18.8
净利润增长率	30.4	20.5	24.8	19.7	19.6
总资产增长率	27.9	26.5	3.1	10.3	9.5
资产管理能力(天)					
应收账款周转天数	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6
存货周转天数	1,497.9	1,261.4	1,192.7	1,066.0	1,027.2
应付账款周转天数	225.9	226.8	196.5	176.6	153.3
固定资产周转天数	5.7	5.0	3.7	1.7	1.4
偿债能力(%)					
净负债/股东权益	23.5	30.7	16.7	13.6	6.0
EBIT利息保障倍数(倍)	27.4	27.1	13.6	16.9	20.2
资产负债率	78.3	78.0	74.8	72.9	70.7

信息披露

分析师声明

涂力磊：房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：万科 A、保利地产、招商地产、金地集团、华侨城 A、金融街、首开股份、北京城建、苏宁环球、万通地产、荣盛发展、滨江集团、广宇集团、亿城股份和新潮实业。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。