

买入 维持

万科 A (000002)

2014 年 12 月 30 日

中票利率优势明显，龙头融资能力彰显

公司 12 月 29 日股价：12.43 元
6 个月目标价位：15.76 元

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：

公司公告 18 亿元中期票据发行完成。

投资建议：

中票利率优势明显，龙头融资能力彰显。公司公告 2014 年 12 月 26 日完成人民币 18 亿元中期票据发行。本次中期票据的期限为 3 年，起息日为 2014 年 12 月 26 日，到期（兑付）日为 2017 年 12 月 26 日。中期票据面值为人民币 100 元，按面值发行，发行利率为 4.7%，每年付息一次。本次中期票据将于 2014 年 12 月 29 日开始在中国银行间市场交易流通。

目前公司中票发行票面利率属地产企业中最低，且接近海外融资成本（大约 4.5%）。如果考虑海外资金入境效率和兑换成本，当前中票利率优势十分明显。我们认为公司之所以能够取得以上利率优势与公司龙头地位不无关系。对房地产境内多层次资本市场逐步放开后，龙头企业竞争优势进一步凸显。

保险公司大幅增持：前三季度，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。截至本报告期末，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%。除此之外，3 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。

投资建议：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。外资股东和公司事业部合伙人已成万科前三大股东。我们认为股东结构转变体现出海外资金和万科员工对公司中期发展价值的认可，将对万科 A 估值持续提升起到积极意义。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 1.66 和 1.97 元，RNAV 在 17.8 元。按照公司 12 月 29 日 12.43 元股价计算，对应 2014 和 2015 年 PE 为 7.49 倍和 6.31 倍。资本市场融资功能恢复将使龙头动态估值重上 8 倍以上，给予万科 15 年 8 倍市盈率，对应股价 15.76 元，维持对公司的“买入”评级。

风险提示：房地产行业基本面下行风险。

主要内容：

1、中票利率优势明显，龙头融资能力彰显。公司公告 2014 年 12 月 26 日完成人民币 18 亿元中期票据发行。本次中期票据的期限为 3 年，起息日为 2014 年 12 月 26 日，到期（兑付）日为 2017 年 12 月 26 日。中期票据面值为人民币 100 元，按面值发行，发行利率为 4.7%，每年付息一次。本次中期票据将于 2014 年 12 月 29 日开始在中国银行间市场交易流通。

表 1 近期地产公司中票发行情况

类型	公司	总发行规模(亿)	最新一期发行利率	期限(年)
已发行中票	世茂股份	50	7.60%	3
	陆家嘴	50	6.00%	10
	保利地产	150	4.80%	5
	万科	150	4.70%	3
	张江高科	9	5.00%	5
	中南建设	36	暂未发行	5
	泰禾	25	暂未发行	
申请发行中票	华夏幸福	39	暂未发行	10
	银亿股份	17	暂未发行	5
	金科股份	39	暂未发行	
	金地集团	95	暂未发行	10
	荣盛发展	49	暂未发行	5
	海外融资	万科	20 亿美元	4.50%
保利		5 亿美元	5.25%	5

资料来源: 公司中票发行公告、海通证券研究所

目前公司中票发行票面利率属地产企业中最低,且接近海外融资成本(大约 4.5%)。如果考虑海外资金入境效率和兑换成本,当前中票利率优势十分明显。我们认为公司之所以能够取得以上利率优势与公司龙头地位不无关系。对房地产境内多层次资本市场逐步放开后,龙头企业竞争优势进一步凸显。

2. 保险公司大幅增持: 前三季度,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。截至本报告期末,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 2 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 8 月 27 日	4.09
1320 名事业合伙人	5701.38	0.52%	2.86%	9.36	2014 年 9 月 15 日	5.33
1320 名事业合伙人	4435.68	0.40%	3.26%	9.24	2014 年 9 月 16 日至 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,3 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。

表 3 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

3. 投资建议：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。外资股东和公司事业部合伙人已成万科前三大股东。我们认为股东结构转变体现出海外资金和万科员工对公司中场期发展价值的认可，将对万科 A 估值持续提升起到积极意义。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 1.66 和 1.97 元，RNAV 在 17.8 元。按照公司 12 月 29 日 12.43 元股价计算，对应 2014 和 2015 年 PE 为 7.49 倍和 6.31 倍。资本市场融资功能恢复将使龙头动态估值重上 8 倍以上，给予万科 15 年 8 倍市盈率，对应股价 15.76 元，维持对公司的“买入”评级。

风险提示：房地产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	152,541	187,242	214,594
增长率(%)	43.7	31.3	12.6	22.7	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	67.1	68.1	67.6
毛利	37,695	42,621	50,153	59,814	69,623
毛利率(%)	36.6	31.5	32.9	31.9	32.4
营业税金及附加	-10,916	-11,545	-14,428	-18,777	-21,304
营业税金及附加/销售收入(%)	10.6	8.5	9.5	10.0	9.9
营业费用	-3,056	-3,865	-5,034	-5,617	-6,438
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	-5,034	-5,617	-6,438
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	25,657	29,803	35,444
EBIT/销售收入(%)	20.3	17.9	16.8	15.9	16.5
财务费用	-765	-892	-1,941	-1,832	-1,834
财务费用/销售收入(%)	0.7	0.7	1.3	1.0	0.9
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	1.3	2.0	1.7
营业利润	21,013	24,261	24,026	28,551	34,192
营业利润率(%)	20.4	17.9	15.8	15.2	15.9
营业外收支	57	30	0	0	0
税前利润	21,070	24,291	24,026	28,551	34,192
利润率(%)	20.4	17.9	15.8	15.2	15.9
所得税	-5,408	-5,993	-5,526	-6,567	-7,864
所得税率(%)	25.7	24.7	23.0	23.0	23.0
净利润	15,663	18,298	18,500	21,984	26,328
少数股东损益	3,111	3,179	216	257	308
归属于母公司的净利润	12,551	15,119	18,284	21,727	26,020
净利率(%)	12.2	11.2	12.0	11.6	12.1

现金流量表(人民币百万元)

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	15,663	18,298	18,500	21,984	26,328
少数股东损益	3,111	3,179	216	257	308
非现金支出	238	214	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	-13,044	-22,111	-17,704
经营活动现金净流	6,721	5,041	7,833	2,021	10,820
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	20,501	-4,999	11,314	133	8,931

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	55,463	55,339	63,963
应收款项	1,887	3,079	2,747	3,370	3,863
存货	255,164	331,133	334,686	372,273	408,095
其他流动资产	53,432	63,469	68,673	80,369	86,392
流动资产	362,774	442,047	461,569	511,351	562,313
流动资产/总资产(%)	95.8	92.2	93.6	94.1	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	3.9	3.6
资产总计	378,802	479,205	493,346	543,126	594,089
短期借款	35,557	32,624	32,624	32,624	32,623
应付款项	216,907	288,965	287,106	313,878	337,768
其他流动负债	6,719	7,042	4,270	5,294	6,040
流动负债	259,184	328,631	324,000	351,796	376,431
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	369,396	397,192	421,827
普通股股东权益	63,826	76,896	95,190	116,917	142,937
少数股东权益	18,313	28,543	28,760	29,017	29,324
负债股东权益合计	378,802	479,205	493,346	543,126	594,089

比率分析

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标(元)					
每股收益	1.142	1.373	1.660	1.972	2.362
每股净资产	5.805	6.981	8.642	10.614	12.977
每股经营现金净流	0.338	0.753	0.692	0.160	0.954
每股股利	0.180	0.410	0.000	0.000	0.000
回报率(%)					
净资产收益率	19.7	19.7	19.2	18.6	18.2
总资产收益率	3.3	3.2	3.7	4.0	4.4
投入资本收益率	16.8	16.0	14.5	14.5	15.5
增长率(%)					
营业总收入增长率	43.7	31.3	12.6	22.7	14.6
EBIT增长率	33.9	15.6	6.0	16.2	18.9
净利润增长率	30.4	20.5	20.9	18.8	19.8
总资产增长率	27.9	26.5	3.0	10.1	9.4
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	1.8	1.4
偿债能力(%)					
净负债/股东权益	23.5	30.7	17.1	14.6	7.4
EBIT利息保障倍数(倍)	27.4	27.1	13.2	16.3	19.3
资产负债率	78.3	78.0	74.9	73.1	71.0

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“公司”）的客户使用。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，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，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。