

买入 维持

万科 A (000002)

2015 年 1 月 28 日

持续增持，展现信心

公司 1 月 27 日股价：13.18 元
6 个月目标价位：19.7 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：谢 盐
SAC 执业证书编号：S0850511010019
xiey@htsec.com
021-23219436

事件：

2015 年 1 月 27 日，代表公司事业合伙人的深圳盈安财务顾问企业，向公司出具《2015 年 1 月 26 日至 2015 年 1 月 27 日继续购买万科 A 股股票相关事项的告知函》。根据“告知函”，盈安合伙通过证券公司的集合资产管理计划，于 2015 年 1 月 26 日至 2015 年 1 月 27 日，通过深圳证券交易所证券交易系统购入公司 A 股股份 34054269 股，占公司总股本的 0.31%。

投资建议：

持续增持体现中长期发展信心：本次盈安合伙 2015 年 1 月 26 日至 2015 年 1 月 27 日期间购买万科股票的平均价格为 13.26 元/股，共使用约 4.52 亿元资金。考虑此前增持，万科合伙人已累计持有公司总股本的 4.48%，为公司第三大股东。合作人持续增持不仅有利增强投资人对万科信心，更体现出万科合伙人与公司未来发展共同进退的决心。

销售持续增长,我们预计公司 2015 年销售有望超 2550 亿:2014 年公司实现累计销售面积 1806.4 万平,同比增长 21.24%;实现累计销售金额 2151.3 亿,同比增长 25.85%。从销售均价看,12 月销售均价为 1.21 万元/平,与 2014 年 1 月 1.42 万元/平销售价格相比有所下降。公司通过自身努力,企业 2014 年销售正式迈入 2000 亿销售大关。按照目前市场发展趋势和公司项目备货情况,我们预计万科 2015 年销售有望超 2550 亿。

A-H 两市估值最低,价值空间明显,维持“买入”评级:目前万科 A、万科企业和中国海外 2015 年 PE 分别是 6.69 倍、7.07 倍和 6.91 倍。万科 A 估值水平属两市地产龙头中最低。考虑到万科行业地位和更强业绩增速,我们认为公司应该享受一定溢价,当前估值水平与公司市场地位不相称。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 1 月 27 日 13.18 元股价计算,对应 2014 和 2015 年 PE 为 7.94 倍和 6.69 倍。前期总理谈到“深港通”推出问题。我们认为一旦制度成型,公司本身龙头地位有望使得企业享受更高估值。给予万科 15 年 10 倍市盈率,对应股价 19.7 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、持续增持体现中长期发展信心：本次盈安合伙 2015 年 1 月 26 日至 2015 年 1 月 27 日期间购买万科股票的平均价格为 13.26 元/股，共使用约 4.52 亿元资金。考虑此前增持，万科合伙人已累计持有公司总股本的 4.48%，为公司第三大股东。合作人持续增持不仅有利增强投资人对万科信心，更体现出万科合伙人与公司未来发展共同进退的决心。

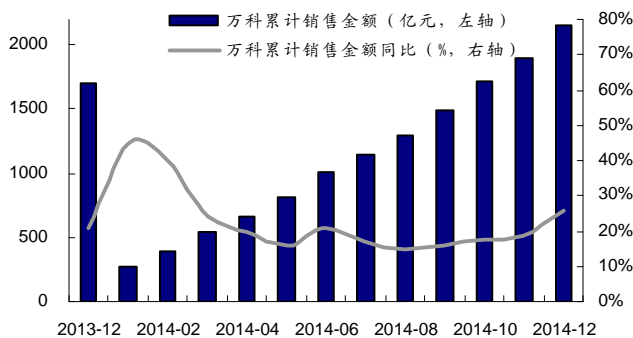
表 1 公司大股东和事业部合伙人已陆续增持

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	3584	0.33%	0.33%	8.38	2014年5月28日	3
1320名事业合伙人	2319	0.21%	0.54%	8.52	2014年5月29日	1.98
1320名事业合伙人	2648	0.24%	0.78%	8.55	2014年5月30日	2.26
1320名事业合伙人	4005	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	0.56%	1.70%	8.42	2014年6月3日	5.21
1320名事业合伙人	2397	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	4658	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	5701	0.52%	2.86%	9.36	2014年9月15日	5.33
1320名事业合伙人	4436	0.40%	3.26%	9.24	2014年9月16日至2014年9月23日	4.1
1320名事业合伙人	10119	0.92%	4.17%	12.79	2014年9月24日至2015年1月23日	12.94
1320名事业合伙人	3438	0.31%	4.48%	13.26	2015年1月26日至2015年1月27日	4.52

资料来源：公司增持公告、海通证券研究所

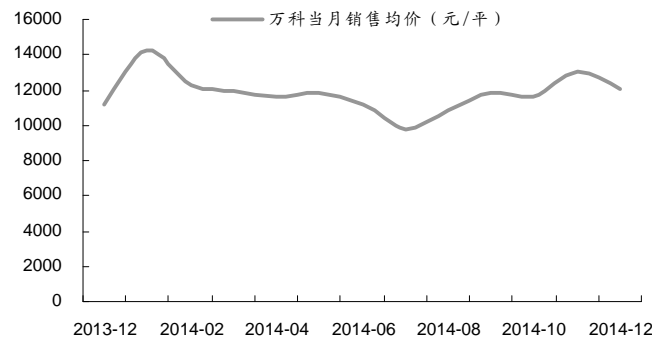
2、销售持续增长，我们预计公司 2015 年销售有望超 2550 亿：2014 年公司实现累计销售面积 1806.4 万平，同比增长 21.24%；实现累计销售金额 2151.3 亿，同比增长 25.85%。从销售均价看，12 月销售均价为 1.21 万元/平，与 2014 年 1 月 1.42 万元/平销售价格相比有所下降。公司通过自身努力，企业 2014 年销售正式迈入 2000 亿销售大关。按照目前市场发展趋势和公司项目备货情况，我们预计万科 2015 年销售有望超 2550 亿。

图 1 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 2 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

3、A-H 两市估值最低，价值空间明显，维持“买入”评级：目前万科 A、万科企业和中国海外 2015 年 PE 分别是 6.69 倍、7.07 倍和 6.91 倍。万科 A 估值水平属两市地产龙头中最低。考虑到万科行业地位和更强业绩增速，我们认为公司应该享受一定溢价，当前估值水平与公司市场地位不相称。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 1 月 27 日 13.18 元股价计算，对应 2014 和 2015 年 PE 为 7.94 倍和 6.69 倍。前期总理谈到“深港通”推出

问题。我们认为一旦制度成型，公司本身龙头地位有望使得企业享受更高估值。给予万科 15 年 10 倍市盈率，对应股价 19.7 元，维持对公司的“买入”评级。

表 2 公司估值情况

公司名称	代码	15 年 1 月 27 日股价 (元每股)	EPS (元每股)		PE (倍)	
			2014E	2015E	2014E	2015E
碧桂园	2007.HK	3.10	0.56	0.63	5.54	4.92
远洋地产	3377.HK	4.89	0.58	0.69	8.43	7.09
中国海外发展	0688.HK	24.10	2.91	3.49	8.28	6.91
华润置地	1109.HK	20.90	2.01	2.39	10.40	8.74
龙湖地产	0960.HK	10.34	1.82	2.09	5.68	4.95
	H 股龙头平均值				7.67	6.52
万科	000002.SZ	13.18	1.66	1.97	7.94	6.69
保利地产	600048.SH	10.74	1.29	1.57	8.33	6.84
	A 股龙头平均值				8.02	6.64
万科企业	2202.HK	17.40	2.08	2.46	8.39	7.07

资料来源：wind、海通证券研究所

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。