

万科 A (000002) 2014 年 12 月销售月报点评

失去规模第一地位，毛利率有压力

2015 年 1 月 6 日

投资要点

- ❖ 公司披露 2014 年 12 月月报。2014 年 12 月，公司实现销售面积 206.8 万平方米，销售额 250.3 亿元。2014 年全年，公司实现销售面积 1806.4 万平方米，销售金额 2151.3 亿元。公司在 12 月仅新增两幅土地储备。
- ❖ 公司失去行业排名第一的位置。根据中国指数研究院统计，公司失去了行业销售规模排名第一的位置。2014 年 1 月份公司销售签约合同规模较大，2015 年初销售面积同比增速可能存在压力。展望未来，我们认为公司可销售资源并不充裕，夺回行业规模第一的难度很大。另外，公司月报披露销售面积和销售额不含权益。我们认为，公司权益比或低于业内其他龙头。
- ❖ 销售虽然积极，但毛利率有压力。2013 年以后，公司楼面地价明显增长。（2012/2013/2014 年上半年公司新增储备楼面地价 2790/3516/3665 元/平米）。然而，公司 2014 年销售均价相比 2013 年只有小幅度提升。这显示公司为了促进销售，定价十分理性，但这也意味着公司牺牲盈利。我们预计，公司未来结算毛利率面临下行风险。
- ❖ 拿地谨慎，净负债率低，面临踏空风险。公司在 2014 年拿地不积极，全年拿地权益地价不足 300 亿元，仅相当于 1-2 个月的销售额。较低的资本开支使公司净负债率较低，但却影响公司未来可持续性。另外，小股操盘虽然有诸多好处，但毕竟意味着公司披露月报口径销售额含金量不断缩水。
- ❖ 资金成本下降，确立对红筹公司优势。公司在银行间市场融资，继续有效降低资金成本，从战略上逐渐确立相对于红筹企业优势。且公司的负债中美元负债比例不高，因此即便美元升值，我们认为公司也不会面临资产负债表的风险。
- ❖ 公司高管减持公司股票，情绪上带来不利影响。2014 年 12 月至今，根据交易所披露，公司董监高和有关人员多次少量减持公司股权。我们认为，公司管理层减持股票合理合法，无可厚非，但毕竟对市场情绪有影响。
- ❖ 风险提示。公司发展经营可持续性的风险。公司毛利率下行的风险。
- ❖ 盈利预测，估值和投资评级。我们认为，公司整体稳健有余，进取不足，在规模上失去了行业排名第一的固有位置，在盈利能力方面下行压力或大于其他龙头企业。我们小幅下调公司 2014/15/16 年 EPS 预测到 1.61/1.85/2.13 元/股（原预测 1.67/1.98/2.31 元/股），维持 NAV11.80 元/股。我们认为尽管地产股存在趋势性行情，但公司并非行业中最好的投资标的。考虑到一旦房价略有起色，公司 NAV 存在上调的空间，我们给予公司 NAV30% 的溢价，即 15.34 元/股目标价格，下调公司投资评级到“增持”。

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	103116	135419	162638	191531	224195
增长率 YoY%	43.7	31.3	20.1	17.8	17.1
净利润(百万元)	12551	15119	17686	20348	23415
增长率 YoY%	30.4	20.5	17.0	15.1	15.1
每股收益 EPS(基本)(元)	1.14	1.37	1.61	1.85	2.13
毛利率%	36.6	31.5	31.2	30.5	29.6
净资产收益率 ROE%	19.7	19.7	19.4	19.0	18.6
每股净资产(元)	5.79	6.98	8.26	9.74	11.44
PE	13.1	10.9	9.3	8.1	7.0
PB	2.6	2.1	1.8	1.5	1.3

资料来源：中信量化投资分析系统

注：股价为 2015 年 1 月 5 日收盘价



增持（下调）

当前价：14.91 元

目标价：15.34 元

中信证券研究部

陈聪

电话：010-60838249

邮件：chencong@citics.com

执业证书编号：S1010510120047

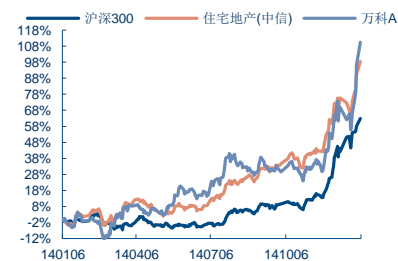
付瑜

电话：010-60836707

邮件：yufu@citics.com

执业证书编号：S1010512080008

相对指数表现



资料来源：中信量化投资分析系统

主要数据

沪深 300 指数	3641.54 点
总股本/流通股本	11015/9671.9 百万股
近 12 月最高/最低价	14.91 元/6.57 元
近 1 月绝对涨幅	27.54%
近 6 月绝对涨幅	82.94%
今年以来绝对涨幅	7.27%
12 个月日均成交额	1017.63 百万元

利润表 (百万元)						资产负债表 (百万元)					
指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E	指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	103,116	135,419	162,638	191,531	224,195	货币资金	52,292	44,365	78,066	91,935	107,614
营业成本	65,422	92,798	111,962	133,045	157,789	存货	255,164	331,133	332,527	345,918	350,292
毛利率	36.56%	31.47%	31.16%	30.54%	29.62%	应收账款	1,887	3,079	2,431	2,863	3,351
营业税金及附加	10,916	11,545	13,928	16,261	18,420	其他流动资产	53,432	63,469	44,189	52,338	61,777
营业费用	3,056	3,865	4,544	5,018	5,195	流动资产	362,774	442,047	457,213	493,054	523,034
营业费用率	2.96%	2.85%	2.79%	2.62%	2.32%	固定资产	1,612	2,130	1,932	1,733	1,535
管理费用	2,780	3,003	3,609	4,112	4,818	长期股权投资	7,040	10,637	10,637	10,637	10,637
管理费用率	2.70%	2.22%	2.22%	2.15%	2.15%	无形资产	427	430	430	430	430
财务费用	765	892	1,228	1,751	2,109	其他长期资产	6,948	23,961	23,966	23,971	23,976
财务费用率	0.74%	0.66%	0.75%	0.91%	0.94%	非流动资产	16,028	37,159	36,966	36,772	36,579
投资收益	929	1,005	1,146	1,329	1,688	资产总计	378,802	479,205	494,179	529,826	559,613
营业利润	21,013	24,261	28,458	32,659	37,538	短期借款	9,932	5,103	45,824	60,545	79,127
营业利润率	20.38%	17.92%	17.50%	17.05%	16.74%	应付账款	44,861	63,958	55,981	69,184	78,895
营业外收入	145	119	0	0	0	其他流动负债	205,040	259,861	226,792	211,257	186,193
营业外支出	88	89	0	0	0	流动负债	259,834	328,922	328,597	340,986	344,214
利润总额	21,070	24,291	28,458	32,659	37,538	长期负债	36,036	36,683	37,883	38,883	42,883
所得税	5,408	5,993	7,115	8,165	9,384	其他长期负债	794	8,161	4,462	6,311	5,387
所得税率	25.66%	24.67%	25.00%	25.00%	25.00%	非流动性负债	36,830	44,844	42,345	45,194	48,270
少数股东损益	3,111	3,179	3,658	4,146	4,739	负债合计	296,663	373,766	370,942	386,180	392,484
归属于母公司股东的净利润	12,551	15,119	17,686	20,348	23,415	股本	10,996	11,015	11,015	11,015	11,015
净利率	12.17%	11.16%	10.87%	10.62%	10.44%	资本公积	8,684	8,532	8,532	8,532	8,532
每股收益(元)(摊薄)	1.14	1.37	1.61	1.85	2.13	股东权益合计	63,385	76,389	90,538	106,816	125,548
						少数股东权益	18,313	28,543	32,202	36,348	41,087
						负债股东权益总计	378,802	479,205	494,179	529,826	559,613

现金流量表 (百万元)					
指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	12,551	15,119	17,686	20,348	23,415
少数股东损益	3,111	3,179	3,658	4,146	4,739
折旧和摊销	155	153	214	214	214
营运资金变动	-12,141	-16,540	-22,555	-24,317	-29,670
其他	50	13	128	419	449
经营现金流	3,726	1,924	-869	810	-853
资本支出	-151	-2,439	-21	-21	-21
投资收益	929	1,005	1,146	1,329	1,688
资产变卖	0	0	0	0	0
其他	-3,231	-6,520	-12	0	0
投资现金流	-2,453	-7,954	1,113	1,308	1,667
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	20,613	-3,962	38,222	17,571	21,657
股息支出	-770	-1,454	-3,537	-4,070	-4,683
其他	-3,558	3,359	-1,228	-1,751	-2,109
融资现金流	16,286	-2,058	33,457	11,750	14,865
现金净增加额	17,558	-8,088	33,701	13,868	15,679

主要财务指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E
增长率 (%)					
营业收入	43.7	31.3	20.1	17.8	17.1
营业利润	33.3	15.5	17.3	14.8	14.9
净利润	30.4	20.5	17.0	15.1	15.1
利润率 (%)					
毛利率	36.6	31.5	31.2	30.5	29.6
EBIT Margin	20.3	17.9	17.6	17.3	16.9
EBITDA Margin	20.5	18.0	17.7	17.4	17.0
净利率	12.2	11.2	10.9	10.6	10.4
回报率 (%)					
净资产收益率	19.7	19.7	19.4	19.0	18.6
总资产收益率	3.5	3.7	3.9	4.3	4.6
其他 (%)					
资产负债率	78.3	78.0	75.1	72.9	70.1
所得税率	25.7	24.7	25.0	25.0	25.0
股利支付率	4.9	7.9	16.6	16.6	16.6

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。