

万科 A (000002)

稳健中调整新开工，重申 12 元目标价

——2014 年三季度报点评暨最新观点

 侯丽科 (分析师)	 温阳 (分析师)	 李品科 (分析师)
0755-23976713	021-38674876	010-59312815
houlike@gtjas.com	wenyang010353@gtjas.com	lipinke@gtjas.com
证书编号 S0880514030004	S0880513080010	S0880511010037

本报告导读:

万科 2014 年前三季度业绩稳健增长，市占率进一步提升，我们认为万科兼具成长性和明确的估值修复催化剂，维持增持评级及 12 元目标价。

投资要点:

- 维持增持评级及 12 元目标价，维持公司 2014/15 年 EPS1.72、2.11 元预测。目前万科每股 RNAV16.72 元，股价相对折 46%，具安全边际，万科兼具成长性和明确的估值修复催化剂，我们维持目标价 12 元，对应 2014 年 PE7 倍，维持增持评级。
- 2014 年 1-9 月份万科实现营业收入 631.4 亿，同比略降 0.4%，归母净利润 64.6 亿，同比增长 4.8%，EPS0.59 元。结算毛利率 30.1%，较 2013 年全年下降 1.4 个百分点。期末公司资产负债率 79.6%，真实资产负债率 41.3%，净资产负债率 26.2%，均位于业内较低水平。
- 业绩符合预期，维持全年业绩预测不变。1) 2014 年公司竣工全年分布集中在四季度，受此影响，1-9 月份公司营业收入较 2013 年同期小幅下降。1-9 月份完成竣工 661.6 万平，完成全年竣工计划 44.7%，占比较 2013 年同期下降 5.8 个百分点；2) 预计万科全年竣工计划顺利为大概率事件；3) 受市场调整影响，公司灵活调整了开工的节奏和产品结构，利于公司调整库存水平和产品结构：1-9 月份完成新开工 1367.2 万平，占年初计划的 61.1%，预计全年新开工较计划小幅下降。
- 预计万科仍将坚持快周转战略，全年 2000 亿销售目标有望超额完成，市场占有率将再次逆市提升。截止到 9 月底，公司累计销售面积 1264 万方，同比升 15.0%，累计销售金额 1490.6 亿元，同比升 16.0%。
- 催化剂：市场占有率稳步提升、事业合伙人及小股操盘顺利推进
- 核心风险：市场景气度下降、产品销售放缓

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	103,116	135,419	167,058	198,799	238,558
(+/-)%	44%	31%	23%	19%	20%
经营利润 (EBIT)	20,942	24,209	31,866	39,510	50,752
(+/-)%	34%	16%	32%	24%	28%
净利润	12,551	15,119	18,928	23,201	28,681
(+/-)%	30%	20%	25%	23%	24%
每股净收益 (元)	1.14	1.37	1.72	2.11	2.60
每股股利 (元)	0.18	0.41	0.51	0.63	0.78

利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	20.3%	17.9%	19.1%	19.9%	21.3%
净资产收益率 (%)	19.7%	19.7%	21.1%	21.9%	22.8%
投入资本回报率 (%)	16.8%	16.0%	18.0%	18.7%	19.7%
EV/EBITDA	5.7	5.4	4.2	3.5	2.9
市盈率	8.0	6.6	5.3	4.3	3.5
股息率 (%)	2.0%	4.5%	5.6%	6.9%	8.6%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 12.00

上次预测: 12.00

当前价格: 9.10

2014.10.27

交易数据

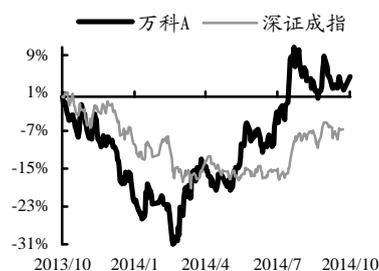
52 周内股价区间 (元)	6.52-10.09
总市值 (百万元)	100,237
总股本/流通 A 股 (百万股)	11,015/9,672
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/1,315
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	72.57
日均成交值 (百万元)	685.76

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	76,888
每股净资产	6.98
市净率	1.3
净负债率	50.11%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.15	0.14
Q2	0.27	0.30
Q3	0.15	0.15
Q4	0.81	1.13
全年	1.37	1.72

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-2%	-3%	7%
相对指数	-3%	-11%	13%

相关报告

《销售强劲引领金九，银十有望再创辉煌》
2014.10.08

《合伙人将增持进行到底，传递坚定信心》
2014.09.15

《积极推盘迎战金九银十，期待亮丽表现》
2014.09.03

《创新变革引领行业，重申 12 元目标价》
2014.09.03

《新变革步步为营，重申万科目标价 12 元》

模型更新时间: 2014.10.27

股票研究

金融
房地产

万科 A (000002)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 12.00

上次预测: 12.00

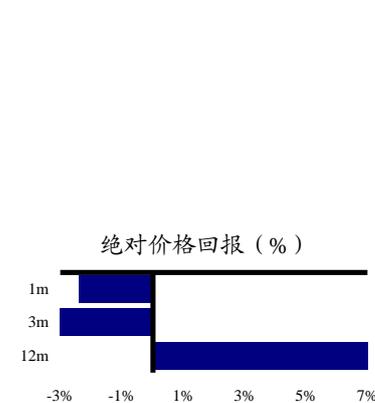
当前价格: 9.10

公司网址

www.vanke.com

公司简介

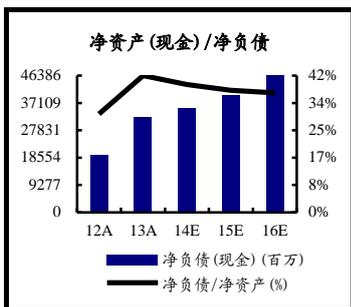
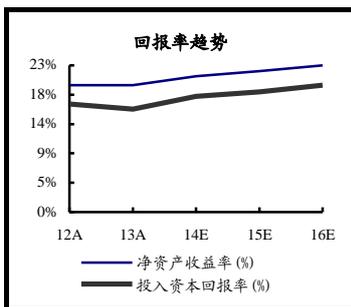
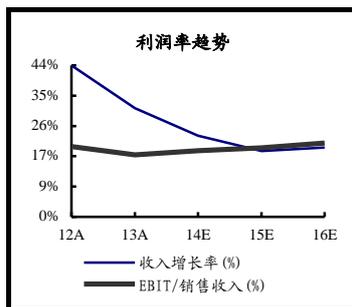
公司是中国最大的专业住宅开发企业, 中国大陆首批公开上市的企业之一。在多年的经营中, 公司坚持“不囤地, 不捂盘, 不拿地王”的经营原则; 实行快速周转、快速开发, 依靠专业能力获取公平回报的经营策略。



52 周价格范围 6.52-10.09
市值 (百万) 100,237

财务预测 (单位: 百万元)

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
损益表					
营业总收入	103,116	135,419	167,058	198,799	238,558
营业成本	65,422	92,798	111,929	132,002	155,063
税金及附加	10,916	11,545	14,242	16,948	20,338
销售费用	3,056	3,865	5,012	5,566	6,680
管理费用	2,780	3,003	4,009	4,771	5,725
EBIT	20,942	24,209	31,866	39,510	50,752
公允价值变动收益	-9	-1	0	0	0
投资收益	929	1,005	1,100	1,300	1,300
财务费用	765	892	883	1,021	1,290
营业利润	21,013	24,261	32,082	39,789	50,762
所得税	5,408	5,993	8,021	9,748	12,437
少数股东损益	3,111	3,179	5,133	6,840	9,645
净利润	12,551	15,119	18,928	23,201	28,681
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	52,292	44,365	41,891	44,248	44,623
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期投资	9,420	24,814	25,814	26,814	27,814
固定资产合计	2,663	3,043	3,161	3,261	3,394
无形及其他资产	889	5,776	698	701	704
资产合计	378,802	479,205	518,536	563,001	616,941
流动负债	259,834	328,922	351,144	373,534	399,459
非流动负债	36,830	44,844	49,082	54,082	59,082
股东权益	63,826	76,896	89,664	105,934	126,048
投入资本(IC)	92,754	113,638	132,769	159,473	194,806
现金流量表					
NOPLAT	15,567	18,235	23,899	29,830	38,318
折旧与摊销	155	153	183	200	218
流动资金增量	-15,339	-14,805	-27,856	-21,841	-30,091
资本支出	-149	-2,438	4,777	-303	-353
自由现金流	234	1,146	1,003	7,886	8,092
经营现金流	3,726	1,924	-931	8,456	9,245
投资现金流	-2,453	-7,954	1,677	-4,003	-5,153
融资现金流	16,286	-2,058	-3,221	-2,096	-3,716
现金流净增加额	17,558	-8,088	-2,474	2,357	376
财务指标					
成长性					
收入增长率	43.7%	31.3%	23.4%	19.0%	20.0%
EBIT 增长率	33.9%	15.6%	31.6%	24.0%	28.5%
净利润增长率	30.4%	20.5%	25.2%	22.6%	23.6%
利润率					
毛利率	36.6%	31.5%	33.0%	33.6%	35.0%
EBIT 率	20.3%	17.9%	19.1%	19.9%	21.3%
净利润率	12.2%	11.2%	11.3%	11.7%	12.0%
收益率					
净资产收益率(ROE)	19.7%	19.7%	21.1%	21.9%	22.8%
总资产收益率(ROA)	3.3%	3.2%	3.7%	4.1%	4.6%
投入资本回报率(ROIC)	16.8%	16.0%	18.0%	18.7%	19.7%
运营能力					
存货周转天数	1293	1153	1150	1080	1010
应收账款周转天数	6	7	7	6	6
总资产周转天数	1195	1156	1090	993	903
净利润现金含量	0.30	0.13	-0.05	0.36	0.32
资本支出/收入	0%	2%	-3%	0%	0%
偿债能力					
资产负债率	78.3%	78.0%	77.2%	76.0%	74.3%
净负债率	30.3%	42.1%	39.3%	37.6%	36.8%
估值比率					
PE	8.0	6.6	5.3	4.3	3.5
PB	1.6	1.3	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	5.7	5.4	4.2	3.5	2.9
P/S	1.0	0.7	0.6	0.5	0.4
股息率	2.0%	4.5%	5.6%	6.9%	8.6%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		