

2015年01月06日

万科 A (000002)

——不求规模仍创新高、王者风范

报告原因：有信息公布需要点评

买入

维持

| 市场数据: | 2015年01月05日 |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元) | 14.91 |
| 一年内最高/最低(元) | 15.29/6.52 |
| 上证指数/深证成指 | 3351/11521 |
| 市净率 | 2.1 |
| 息率(分红/股价) | - |
| 流通A股市值(百万元) | 144208 |

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

| 基础数据: | 2014年09月30日 |
|--------------|-------------|
| 每股净资产(元) | 7.13 |
| 资产负债率% | 79.58 |
| 总股本/流通A股(百万) | 11015/9672 |
| 流通B股/H股(百万) | -/1315 |

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《万科 A (000002) —— 销售稳健、龙头优势凸显》 2014/12/05

《万科 A(000002) 10 月销售点评——10 月销售超预期、上调全年销售预测》 2014/11/05

证券分析师

董樑 A0230511040003
dongliang@swsresearch.com

研究支持

陈天诚 A0230113080001
chentc@swsresearch.com

联系人

齐东
(8621)23297818x7260
qidong@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司
<http://www.swsresearch.com>

盈利预测:

单位：百万元、元、%、倍

| | 营业收入 | 增长率 | 净利润 | 增长率 | 每股收益 | 毛利率 | 净资产收益率 | 市盈率 | EV/EBITDA |
|---------|---------|-----|--------|-----|------|------|--------|-----|-----------|
| 2013 | 135,419 | 31 | 15,119 | 21 | 1.37 | 31.5 | 19.7 | 11 | 5 |
| 14Q1-Q3 | 63,140 | 0 | 6,458 | 5 | 0.59 | 30.1 | 8.2 | | |
| 2014E | 167,218 | 23 | 18,051 | 19 | 1.64 | 33 | 21 | 9 | |
| 2015E | 206,980 | 24 | 20,718 | 15 | 1.88 | 32 | 21 | 8 | |
| 2016E | 233,108 | 13 | 24,105 | 16 | 2.19 | 32 | 22 | 7 | |

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩，“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE;

投资要点:

2014 年 12 月公司实现销售面 206.8 万方，销售金额 250.3 亿元，同比分别上升 111.9%和 128.6%。2014 年公司累计实现销售面积 1806.4 万方，销售金额 2151.3 亿元，累计同比增长 21.1%和 25.9%。公司 12 月新增项目 2 个，总权益建筑面积 24.5 万方，权益地价款 48.69 亿元。

- **不刻意追求规模，但依旧创新高。**公司虽然自 2008 年之后就不再刻意追求销售规模，但依旧年年创佳绩，2014 年房地产市场面临压力，公司年中积极去化取得良好成绩，全年亦超预期，1) **单月销售面积创新高：**12 月完成销售面积 206.8 万方、销售额 250.3 亿元，同比增长 112%和 129%，单月销售面积创历史新高。2) **全年销售超预期：**2014 年公司累计实现销售面积 1806.4 万方，销售金额 2151.3 亿元，同比增长 26%，略超出我们 2100 亿元的预测。

- **今年可售货值预计 3700 亿，全年回款有望达到 2500 亿。**公司目前可售货值充足，在手可售库存约 800 万方，预计明年新推超 2300 万方，合计有望超过 3100 万方，公司 14 年销售均价 11909 元/平米，预计明年将突破 12000 元/平，全年可售货值达到 3700 亿元。我们预计未来伴随政策面和银行资金面的进一步宽松，销售面将逐步好转，存货去化率有望超过 65%，预计 2015 年全年回款有望达到 2500 亿元。

- **投资保持稳健，拿地同比大幅下降。**本月公司新增项目 2 个，分别位于深圳、珠海，总权益建筑面积 24.5 万方，占同期销售面积 9.8%。公司 13 年 12 月拿地权益面积 266.2 万方，权益金额 90.13 亿元，同比分别大幅下降 91%和 46%，投资依旧保持稳健。14 年公司累计拿地权益面积 622.6 万方，权益金额 287.7 亿元，在当前地价保持高位的情况下，公司投资较为谨慎。

投资建议：公司不可以追求规模，在弱市中注重回款，全年销售仍超预期，在 930 政策、降息、部分城市调整公积金政策等多项政策利好的刺激下，15 年全年销售有望好转，预计 15 年可售货值 3700 亿元，回款规模有望达到 2500 亿元，维持盈利预测和买入评级。目前公司 H 股较 A 股溢价 5%，伴随未来“深港通”的逐步落地，预计 A 股将受益于估值改善。随着牛市资金和产业资本增持，万科作为行业龙头估值突破 10 倍 PE 应该是大概率。我们维持公司 14-16 年 EPS 分别为 1.64、1.88、2.19 元，目前股价对应 PE 分别为 9X、8X、7X，维持“买入”评级。

盈利预测表

| 利润表 (百万元、元) | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|---------------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 一、营业收入 | 71,783 | 103,116 | 135,419 | 167,218 | 206,980 | 233,108 |
| 二、营业总成本 | 56,716 | 83,023 | 112,162 | 138,257 | 173,367 | 193,525 |
| 其中：营业成本 | 43,228 | 65,422 | 92,798 | 112,147 | 141,605 | 157,860 |
| 营业税金及附加 | 7,779 | 10,916 | 11,545 | 15,050 | 18,628 | 20,980 |
| 销售费用 | 2,557 | 3,056 | 3,865 | 5,257 | 6,129 | 6,909 |
| 管理费用 | 2,578 | 2,780 | 3,003 | 4,852 | 5,884 | 6,632 |
| 财务费用 | 510 | 765 | 892 | 951 | 1,121 | 1,144 |
| 资产减值损失 | 65 | 84 | 60 | 0 | 0 | 0 |
| 加：公允价值变动收益 | -3 | -9 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 700 | 929 | 1,005 | 1,100 | 1,320 | 1,584 |
| 三、营业利润 | 15,763 | 21,013 | 24,261 | 30,060 | 34,932 | 41,167 |
| 加：营业外收入 | 76 | 145 | 119 | 103 | 111 | 111 |
| 减：营业外支出 | 34 | 88 | 89 | 59 | 67 | 72 |
| 四、利润总额 | 15,806 | 21,070 | 24,291 | 30,104 | 34,976 | 41,206 |
| 减：所得税 | 4,206 | 5,408 | 5,993 | 7,541 | 8,750 | 10,302 |
| 五、净利润 | 11,600 | 15,663 | 18,298 | 22,563 | 26,225 | 30,904 |
| 少数股东损益 | 1,975 | 3,111 | 3,179 | 4,513 | 5,507 | 6,799 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 9,625 | 12,551 | 15,119 | 18,051 | 20,718 | 24,105 |
| 六、基本每股收益 | 0.88 | 1.14 | 1.37 | 1.64 | 1.88 | 2.19 |
| 全面摊薄每股收益 | 0.88 | 1.14 | 1.37 | 1.64 | 1.88 | 2.19 |

资料来源：申万研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。