

万科 A (000002)

回购稳步实施，融资成本持续下行

——2015 年 9 月销售数据点评暨最新观点

	侯丽科 (分析师)	申思聪 (分析师)	李品科 (分析师)
	0755-23976713	0755-23976926	010-59312815
	houlike@gtjas.com	shensicong@gtjas.com	lipinke@gtjas.com
证书编号	S0880514030004	S0880515010002	S0880511010037

本报告导读：

万科今年销量增长显著，随着货币信贷宽松实质性的持续兑现，公司将持续受益于行业基本面的复苏和无风险利率的下行，维持增持评级及目标价 18 元。

投资要点：

- 公司公告 9 月份销售面积 184.2 万方，环比升 7.3%，同比升 11.2%，销售金额 244.2 亿元，环比升 9.8%，同比升 24.7%。销售均价 13,257 元/平，环比增 2.2%，同比升 12.1%。
- 回购稳步实施，融资成本持续降低。公司 8 月 31 日股东大会通过了 100 亿元的回购计划，截止 9 月 30 日，回购 A 股 1248 万股，占总股本的 0.113%，支付总金额达 1.6 亿元。后续的回购有望继续稳定目前的股价，安全边际凸显。随着降息降准的推进，公司融资成本持续降低，9 月发行 5 年期公司债券 50 亿元，票面利率仅为 3.5%。
- 拿地增长显著，物流地产加大配置。公司 9 月在深圳和太原等地新增项目 7 个，建面 63.9 万平米，支付地价 18.6 亿元，楼板价 4,499 元/平。今年累计拿地建面达 1,235.8 万平米，同比增 110.9%。其中物流地产加大配置，今年已获取 6 幅土地，建面合计 38.8 万平米。首付比例降低和公司拿地力度加大有望提升市场对公司增长的预期。
- 维持增持评级，目标价 18 元，现价空间 37%。我们看好公司大量优质的土地储备在行业物理空间重新布局后的成长性。回购计划及产业资本的增持提供了较好的安全边际，同时政策面的宽松和融资成本的下行有望加速估值修复。2015 和 2016 年 EPS 预测为 1.66 和 1.95 元，维持目标价 18 元，对应 2015 年 PE8.3 倍，维持增持评级。
- 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)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	135,419	146,388	170,432	200,558	237,662
(+/-)%	31%	8%	16%	18%	19%
经营利润 (EBIT)	24,209	22,240	25,838	31,027	37,105
(+/-)%	16%	-8%	16%	20%	20%
净利润	15,119	15,745	18,364	21,599	25,593
(+/-)%	20%	4%	17%	18%	18%
每股净收益 (元)	1.37	1.42	1.66	1.95	2.32
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.48	0.56	0.67

利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	17.9%	15.2%	15.2%	15.5%	15.6%
净资产收益率 (%)	19.7%	18.0%	18.2%	18.6%	19.1%
投入资本回报率 (%)	16.0%	17.9%	14.0%	18.2%	18.2%
EV/EBITDA	7.2	6.6	6.8	4.7	4.0
市盈率	9.6	9.2	7.9	6.7	5.6
股息率 (%)	1.5%	1.5%	3.7%	4.3%	5.1%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：18.00

上次预测：18.00

当前价格：13.07

2015.10.09

交易数据

52 周内股价区间 (元)	8.74-16.25
总市值 (百万元)	144,418
总股本/流通 A 股 (百万股)	11,050/9,719
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)	17240.91
日均成交值 (百万元)	2482.96

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	87,273
每股净资产	7.90
市净率	1.7
净负债率	21.28%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	0.14	0.06
Q2	0.30	0.38
Q3	0.15	0.30
Q4	0.84	0.92
全年	1.42	1.66

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-4%	2%	43%
相对指数	-5%	8%	16%

相关报告

《结算增长助力业绩企稳，新业务稳步推进》
2015.08.17

《保险资金连续增持，长期投资价值凸显》
2015.07.27

《回购彰显信心，龙头起舞在即》 2015.07.06

《受益政策宽松，估值有望加速修复》
2015.04.09

《业绩稳定增长，受益政策宽松》 2015.03.31

模型更新时间: 2015.10.09

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: 18.00

上次预测: 18.00

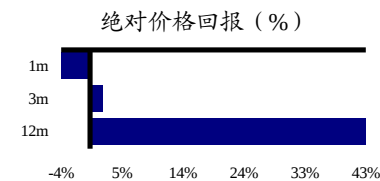
当前价格: 13.07

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 8.74-16.25
市值 (百万) 144,418

财务预测 (单位: 百万元)

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
损益表					
营业总收入	135,419	146,388	170,432	200,558	237,662
营业成本	92,798	102,557	120,402	141,063	166,822
税金及附加	11,545	13,167	15,329	18,039	21,376
销售费用	3,865	4,522	4,772	5,616	6,655
管理费用	3,003	3,903	4,090	4,813	5,704
EBIT	24,209	22,240	25,838	31,027	37,105
公允价值变动收益	-1	11	0	0	0
投资收益	1,005	4,159	4,700	4,982	5,580
财务费用	892	641	665	873	1,051
营业利润	24,261	24,979	29,873	35,136	41,633
所得税	5,993	5,965	7,319	8,608	10,200
少数股东损益	3,179	3,542	4,190	4,928	5,840
净利润	15,119	15,745	18,364	21,599	25,593
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	44,365	62,715	43,245	80,267	56,395
其他流动资产	0	4,076	0	0	0
长期投资	24,814	27,348	28,348	29,348	30,348
固定资产合计	3,043	4,142	4,854	5,531	6,221
无形及其他资产	5,776	8,097	1,864	2,310	2,755
资产合计	479,205	508,372	596,456	677,723	765,032
流动负债	328,922	345,654	417,002	478,784	543,610
非流动负债	44,844	46,861	51,149	56,149	61,149
股东权益	76,896	87,603	100,693	116,089	134,332
投入资本(IC)	113,638	94,840	139,501	128,754	153,659
现金流量表					
NOPLAT	18,235	16,986	19,508	23,426	28,014
折旧与摊销	179	549	409	444	482
流动资金增量	-14,805	26,194	-58,257	16,781	-18,318
资本支出	-2,438	-1,830	5,112	-1,567	-1,617
自由现金流	1,172	41,899	-33,227	39,083	8,561
经营现金流	1,924	41,725	-31,739	39,996	9,926
投资现金流	-7,954	-3,487	5,612	-1,585	-2,137
融资现金流	-2,058	-19,617	6,657	-1,389	-31,661
现金流净增加额	-8,088	18,620	-19,470	37,022	-23,873
财务指标					
成长性					
收入增长率	31.3%	8.1%	16.4%	17.7%	18.5%
EBIT 增长率	15.6%	-8.1%	16.2%	20.1%	19.6%
净利润增长率	20.5%	4.1%	16.6%	17.6%	18.5%
利润率					
毛利率	31.5%	29.9%	29.4%	29.7%	29.8%
EBIT 率	17.9%	15.2%	15.2%	15.5%	15.6%
净利率	11.2%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%
收益率					
净资产收益率(ROE)	19.7%	18.0%	18.2%	18.6%	19.1%
总资产收益率(ROA)	3.2%	3.1%	3.1%	3.2%	3.3%
投入资本回报率(ROIC)	16.0%	17.9%	14.0%	18.2%	18.2%
运营能力					
存货周转天数	1153	1155	1140	1150	1100
应收账款周转天数	7	6	6	6	6
总资产周转天数	1156	1231	1183	1159	1108
净利润现金含量	0.13	2.65	-1.73	1.85	0.39
资本支出/收入	2%	1%	-3%	1%	1%
偿债能力					
资产负债率	78.0%	77.2%	78.5%	78.9%	79.1%
净负债率	42.1%	7.2%	35.0%	4.4%	5.2%
估值比率					
PE	9.6	9.2	7.9	6.7	5.6
PB	1.9	1.6	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	7.2	6.6	6.8	4.7	4.0
P/S	1.1	1.0	0.8	0.7	0.6
股息率	1.5%	1.5%	3.7%	4.3%	5.1%

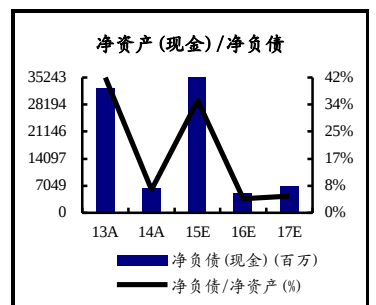
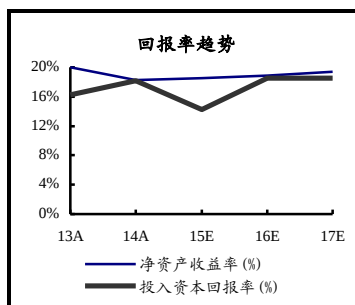
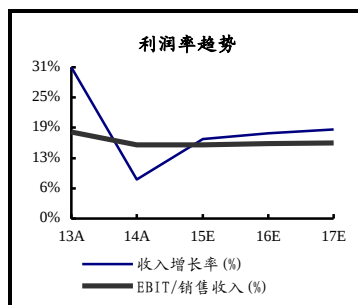
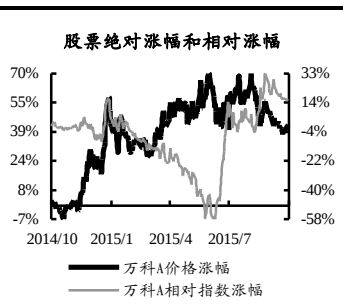
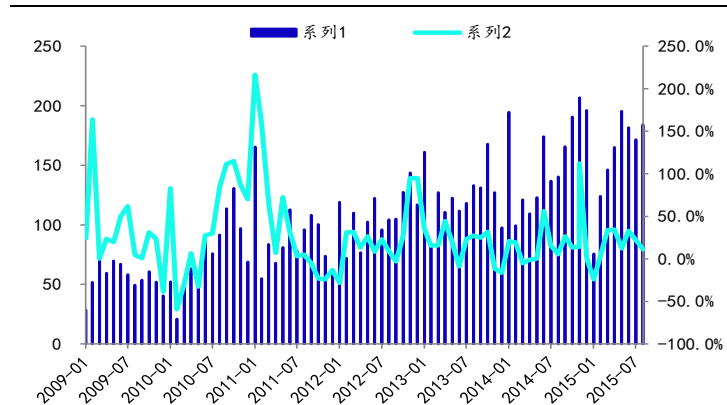
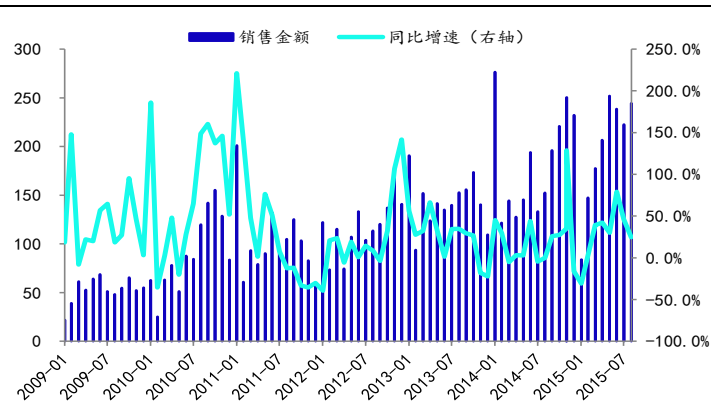


图 1: 万科 9 月销量面积环比升 7.3%，同比升 11.2% (万平) 图 2: 9 月销售金额环比升 9.8%，同比升 24.7% (亿)



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究



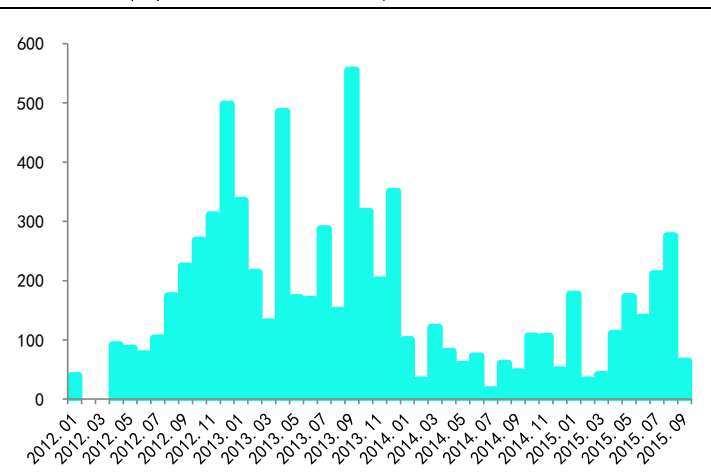
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 3: 9 月销售均价环比升 2.2%，同比升 12.1% (元/平)



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 4: 今年拿地力度加大 (万平)



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

表 1: 万科事业合伙人持股计划股份购买情况

购买时间	购买股数	占公司总股本	平均价格 (元/股)	总支出金额 (亿人民币)
2014/5/28	35,839,231	0.33%	8.38	3.00
2014/5/29	23,188,124	0.21%	8.52	1.98
2014/5/30	26,476,551	0.24%	8.55	2.26
2014/6/3	61,842,312	0.56%	8.42	5.21
2014/6/4-6/12	40,052,531	0.36%	8.3	3.32
2014/6/13-6/19	23,969,613	0.22%	8.4	2.01
2014/6/20-8/27	46,299,716	0.42%	8.83	4.09
2014/8/28-9/15	57,011,386	0.52%	9.36	5.34
2014/9/16-9/23	44,356,875	0.40%	9.24	4.10
2014/9/24-2015/1/23	101,187,211	0.92%	12.79	12.94
2015/1/26-2015/1/27	34,054,269	0.31%	13.26	4.52
总计	494,277,819	4.49%	9.87	48.77

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

表 1: 万科 2015 年拿地面积显著增加 (万平、亿)

地块名称	位置	占地	计容建面	权益	支付地价	权益建面
2015 年:						
1 月						
上海方松街道项目	上海松江区	5.70	8.00	100%	8.86	8.00
上海奉贤南桥新城项目	上海奉贤区	5.90	13.50	85%	6.87	11.48
南京金色半山西侧项目	南京浦口区	12.30	17.20	100%	8.2	17.20
南京金域蓝湾西侧项目	南京江宁区	9.50	26.50	100%	27	26.50
杭州未来城二期项目	杭州余杭区	10.00	25.00	100%	12.1	25.00
徐州万科城 B 地块项目	徐州鼓楼区	32.40	64.80	100%	3.54	64.80
扬州邗江中学南侧项目	扬州邗江区	8.70	21.80	75%	2.26	16.35
当月合计		84.50	176.80	96%	68.83	169.33
2 月						
沈阳皇姑紫台项目	沈阳市皇姑区	6.80	20.30	100%	6.17	20.30
成都新都五龙山 F 地块项目	成都市新都区	6.60	11.80	100%	1.58	11.80
当月合计		13.40	32.10	100%	7.75	32.10
3 月						
珠海香洲区上冲项目	珠海市香洲区	19.30	31.40	51%	2.71	16.01
宁波鄞州区长丰路项目	宁波市鄞州区	3.90	9.70	100%	6.24	9.70
当月合计		23.20	41.10	63%	8.95	25.71
4 月						
杭州萧山钱江世纪城项目	杭州市萧山区	12.40	24.70	50%	19.54	12.35
嘉兴秀洲区项目	嘉兴市秀洲区	2.60	4.00	100%	1.08	4.00
宁波高新区公园二期项目	宁波市高新区	3.10	6.80	51%	2.71	3.47
太原万柏林区线材厂项目	太原市万柏林区	5.50	19.30	100%	3.31	19.30
济南历下区华艺地块	济南市历下区	10.40	31.20	37%	6.24	11.54
济南天桥区小鲁庄项目	济南市天桥区	7.50	24.70	60%	3.55	14.82
当月合计		41.50	110.70	59%	36.43	65.48
5 月						
天津东丽区民和巷花园项目	天津市东丽区	18.10	28.96	100%	11.97	28.96
广州长岭居项目	广州市黄埔区	19.30	37.60	100%	27.70	37.60
南昌经开区 194 项目	南昌市	12.90	32.30	70%	7.56	22.61
成都郫县成外大学城项目	成都市郫县	16.70	56.20	55%	18.80	30.91
贵阳龙里物流项目	贵州省龙里县	13.30	10.10	50%	0.30	5.05
武汉阳逻物流项目	武汉市新洲区阳逻街	14.90	7.60	100%	0.60	7.60
当月合计		95.20	172.76	77%	66.93	132.73
6 月						
深圳正顺广场项目	深圳市罗湖区	1.30	13.00	70%	22.40	9.10
福州市台江区海峡金融街项目	福州市台江区	4.20	10.60	100%	5.05	10.60
常熟文化片区项目	常熟市文化片区	8.25	19.80	60%	4.53	11.88
太原南站 W2 商业地块项目	太原市小店区	2.60	7.90	100%	1.95	7.90
太原南站 E2 商住地块项目	太原市小店区	4.80	11.65	100%	2.41	11.65
太原南站 N1 地块项目	太原市小店区	8.90	27.50	100%	5.44	27.50
太原南站 N2 地块项目	太原市小店区	18.75	54.60	100%	11.17	54.60
大连金域华府项目	大连市甘井子区	4.40	8.00	100%	4.74	8.00
当月合计		53.20	153.05	92%	57.69	141.23
7 月						

莆田市玉湖新城启动区三期项目	莆田市荔城区	7.80	25.90	75%	4.66	19.43
上海安亭新镇项目	上海嘉定区	62.90	62.90	40%	6.52	25.16
无锡南长万迪项目	无锡南长区	1.80	2.40	95%	0.92	2.28
南昌广电项目	南昌青山湖区	11.00	17.60	50%	2.42	8.71
南通公园里项目	南通港闸区	6.50	15.80	100%	2.74	15.80
贵阳三桥项目	贵阳云岩区	4.90	31.80	25%	0.38	7.95
当月合计		94.90	156.40	51%	17.64	79.33
8 月						
东莞麻涌新城中心项目	东莞市麻涌镇	30.4	54.3	75%	3.70	40.7
东莞虎门百达大道项目	东莞市虎门镇	5.3	11.6	100%	4.92	11.6
东莞体育路项目	东莞市虎门镇	12.4	37.3	80%	13.43	29.8
南宁万科城项目	南宁市青秀区	17.5	70.0	90%	16.20	63.0
南宁五象湖南侧地块	南宁市五象新区	7.2	21.5	80%	3.97	17.2
苏州双冠南项目	苏州市吴中区	12.3	27.1	58%	11.14	15.7
大连中南路磁头厂项目	大连市中山区	1.5	3.2	100%	2.11	3.2
青岛山东路 B 地块项目	青岛市市北区	0.4	2.2	70%	0.64	1.5
西安城市之光项目	西安市曲江新区	10.0	31.0	90%	4.21	27.9
郑州港区魅力之城 1#地块	郑州市航空港区	4.4	8.8	51%	0.35	4.5
上海上房物流项目	上海市松江区中凯路	6.5	4.1	50%	0.80	2.1
沈阳宇麦物流项目	沈阳市于洪区于	5.1	4.5	43%	0.10	1.9
当月合计		113.0	275.6	80%	61.57	219.2
9 月						
无锡周新老街 4 号项目	无锡市滨湖区	5.2	14.5	80%	3.14	11.6
东莞鳧山后续项目	东莞市寮步镇	2.2	4.8	100%	1.10	4.8
佛山中国气象局项目	佛山市南海区气象路	0.5	1.3	100%	1.00	1.3
深圳北站枢纽城市综合体	深圳龙华新区	2.0	14.2	49%	9.78	7.0
青岛桃花源三期 (A3 地块)	青岛市城阳区	5.2	9.4	62%	0.86	5.8
大连波浪洗衣机厂项目	大连市甘井子区	1.1	2.2	100%	1.33	2.2
太原山西四建项目	太原市万柏林区	1.4	5.0	60%	0.81	3.0
长沙望城项目	长沙市经开区马桥河	9.7	5.5	40%	0.23	2.2
成都空港项目	成都市双流县东升街	7.2	7.0	50%	0.35	3.5
当月合计		34.5	63.9	65%	18.60	41.3
2015 年前 9 月累计		609.6	1235.8	0.73	344.4	898.6

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

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，需在允许的范围内使用，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		