

专业为本，服务创新

投资要点：

1. 事件

3月7日，万科发布年报：2013公司实现营业收入1354.2亿元，归属于上市公司股东的净利润151.2亿元，分别同比增长31.3%和20.5%；基本每股收益1.37元，略低于市场原先预测的1.40元。

2. 我们的分析与判断

(1) 毛利率下降，但净资产收益率维持高位

公司房地产业务结算毛利率为22.31%，下降3.53%；结算净利率12.01%，较2012年下降1.07%。除行业整体趋势外，利润率下降的主要原因，一方面在于结算中装修房比例的上升，另一方面在于2011年下半年市场调整期内售出的房屋进入结算期。但是，公司通过提升经营效率和净负债率，使净资产收益率仍然保持在历史上的高点。2013年全面摊薄的净资产收益率为19.66%，与上年持平。

(2) 财务总体上依然稳健

截至2013年底，公司剔除预收帐款后的其它负债占总资产的比例为45.54%，公司净负债率为30.7%，较2013年中期时的41.5%下降约10.8个百分点，比2012年略有提高。截至报告期末，公司持有货币资金443.6亿元，相比2013年中期时增加67.6亿元，比2012年522.9亿元略有下降，仍高于短期借款和一年内到期的长期借款总额326.24亿元。

(3) 开工大幅增长

2013年公司实现开工面积2131万平方米，竣工面积1303万平方米，较2012年分别增长48.7%和33.1%。截至报告期末，公司合并报表范围内尚有1437.4万平方米已售资源未竣工结算，合同金额合计约1623.3亿元，锁定2014年全部业绩，两者较2013年初分别增长6.1%和13.0%。由于装修房的大规模建成，我们估计毛利率维持在38%左右。鉴于上面的判断，我们将万科2014年的EPS预测上调至1.63元，增

万科A (000002.SZ)

推荐

分析师

赵强 房地产行业首席分析师

☎：(8621) 2025 2661

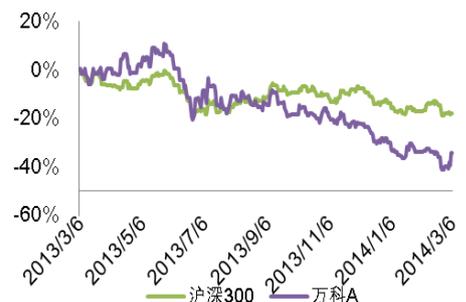
✉：zhaoliang_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0260511020001

市场数据 时间 2014.03.06

A股收盘价(元)	7.32
A股一年内最高价(元)	12.36
A股一年内最低价(元)	6.57
上证指数	2,059.58
市净率	1.05
总股本(百万股)	11,015
实际流通A股(百万股)	9,676
流通A股市值(亿元)	708.28

相对指数表现图：



18.20%

3. 投资建议

万科当前股价相当于 2013 年市盈率的 5.3 倍，相当便宜；根据 3 月 4 日公告，公司将安排第三方向本公司 B 股股东提供现金选择权，每股对价 13.13 港元，折合人民币 10.24 元，比 A 股高 40%。我们维持对万科的“推荐”评级，并提示 B 股投资者可买入 A 股并兑现 B 股现金选择权进行套利。

4. 风险提示：房地产调控政策多变及海外市场变化导致海外投资风险提升。

延伸内容：

一、2013 业绩回望

(1)销售额刷新纪录 ,毛利率有所下降 ,经营效率及净负债率提升稳定了 ROE

2013 年，实现销售面积 1489.9 万平方米，销售金额 1709.4 亿元，同比分别增长 15.0% 和 21.0%，年度销售金额再度刷新行业记录。如图表 2-7 所示，2013 年累计销售量与销售金额基本维持放量增长态势。

不过，毛利率和净利率均有所下降，毛利率从 2012 年 37% 下降至 2013 年 31%。除行业整体趋势外，利润率下降的主要原因，一方面在于结算中装修房比例的上升，另一方面在于 2011 年下半年市场调整期内售出的房屋进入结算期。从图表 8 可见，由 2012 年下半年起公司结算均价开始低于销售均价，2013 年为 10787 元/平方米，较 2012 年下降 4.5%。

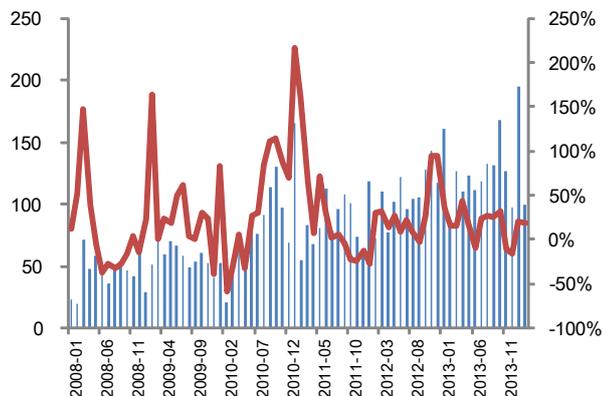
由图表 9 可见，尽管净利率有所下降，万科 2013 年的 ROE 与 2012 年持平，为 19.66%，主要由于存货周转率由 2012 年的 0.26 提升至 2013 年的 0.28，以及净负债权益比率由 2012 年的 23.5% 提升至 2013 年的 30.67%。万科通过提升经营效率和提升财务杠杆克服净利率下降的影响。

图表 1：万科的业绩比较

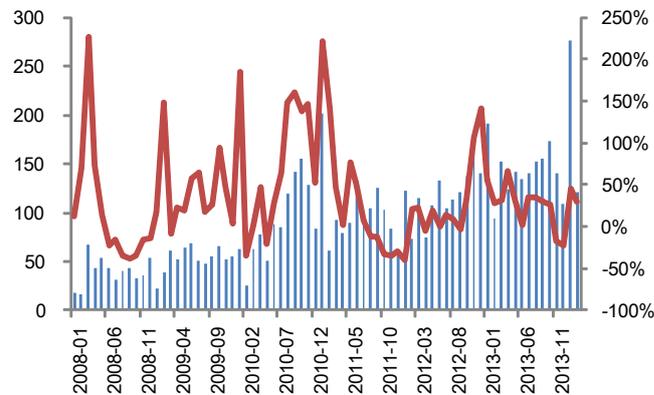
利润表(百万元)	2012年	%营业收入	2013年	%营业收入	变动
一、营业总收入	103,116.25	100.00%	135,418.79	100.00%	31.33%
营业收入	103,116.25	100.00%	135,418.79	100.00%	31.33%
二、营业总成本	83,023.17	80.51%	112,162.07	82.83%	35.10%
营业成本	65,421.61	63.44%	92,797.65	68.53%	41.85%
营业税金及附加	10,916.30	10.59%	11,545.00	8.53%	5.76%
销售费用	3,056.38	2.96%	3,864.71	2.85%	26.45%
管理费用	2,780.31	2.70%	3,002.84	2.22%	8.00%
财务费用	764.76	0.74%	891.72	0.66%	16.60%
资产减值损失	83.82	0.08%	60.15	0.04%	-28.23%
三、其他经营收益	1,809.76	1.76%	2,004.01	1.48%	10.73%
公允价值变动净收益	(8.72)	-0.01%	(0.57)	0.00%	-93.44%
投资净收益	928.69	0.90%	1,005.19	0.74%	8.24%
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	889.79	0.86%	999.40	0.74%	12.32%
四、营业利润	21,013.04	20.38%	24,261.34	17.92%	15.46%
加：营业外收入	144.65	0.14%	118.97	0.09%	-17.75%
减：营业外支出	87.50	0.08%	89.30	0.07%	2.05%
其中：非流动资产处置净损失	6.07	0.01%	6.82	0.01%	12.38%
五、利润总额	21,070.19	20.43%	24,291.01	17.94%	15.29%
减：所得税	5,407.60	5.24%	5,993.46	4.43%	10.83%
六、净利润	15,662.59	15.19%	18,297.55	13.51%	16.82%
减：少数股东损益	3,111.41	3.02%	3,179.00	2.35%	2.17%
归属于上市公司股东的净利润	12,551.18	12.17%	15,118.55	11.16%	20.46%
七、每股收益：					
(一) 基本每股收益(元)	1.14		1.37		20.18%
(二) 稀释每股收益(元)	1.14		1.37		20.18%

资料来源：中国银河证券研究部

图表2: 万科分月销售面积(万平方米)(柱状)及同比变化(折线右轴)

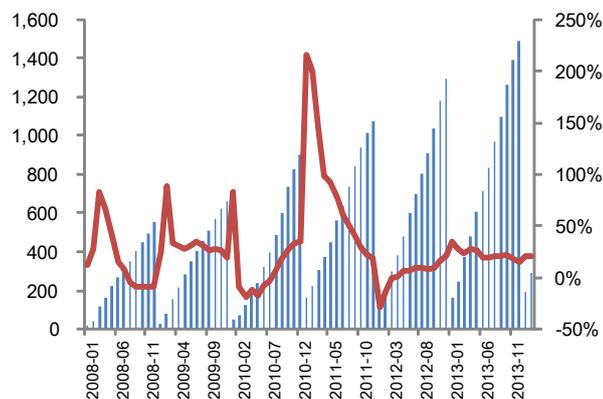


图表3: 万科分月销售金额(亿元)(柱状)及同比变化(折线右轴)

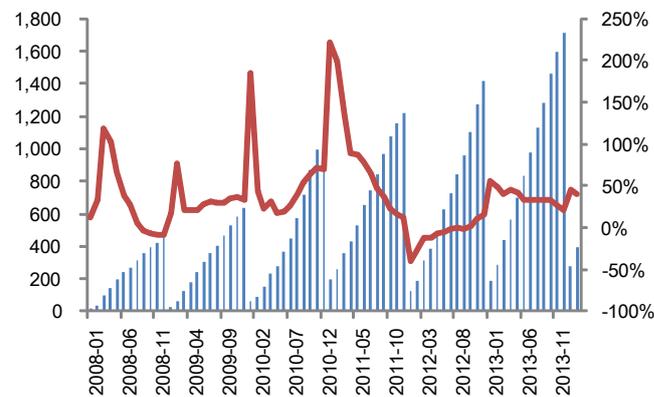


资料来源:中国银河证券研究部

图表4: 万科月度累计销售面积(万平方米)(柱状)及同比变化(折线右轴)

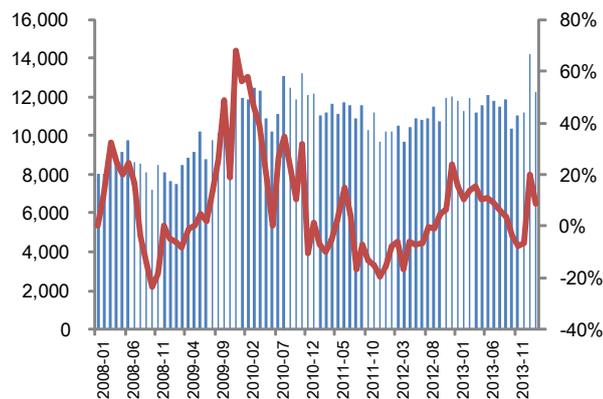


图表5: 万科月度累计销售金额(亿元)(柱状)及同比变化(折线右轴)

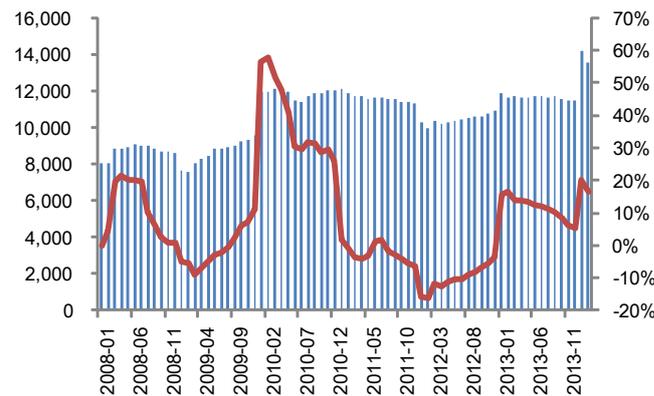


资料来源:中国银河证券研究部

图表6: 万科分月销售均价(元/平方米)(柱状)及同比变化(折线右轴)

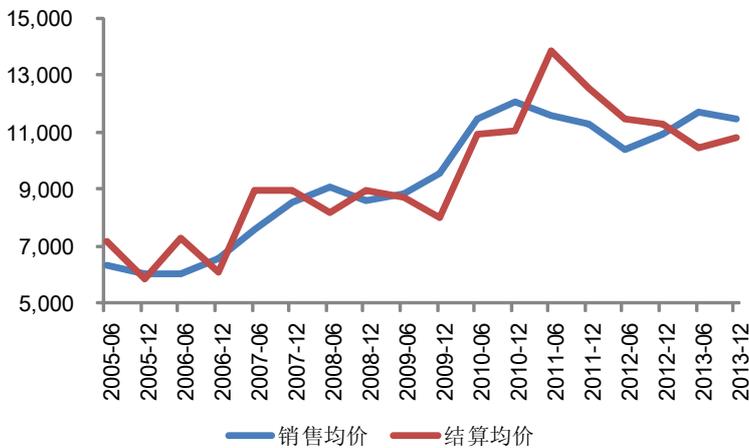


图表7: 万科分月累计销售均价(元/平方米)(柱状)及同比变化(折线右轴)



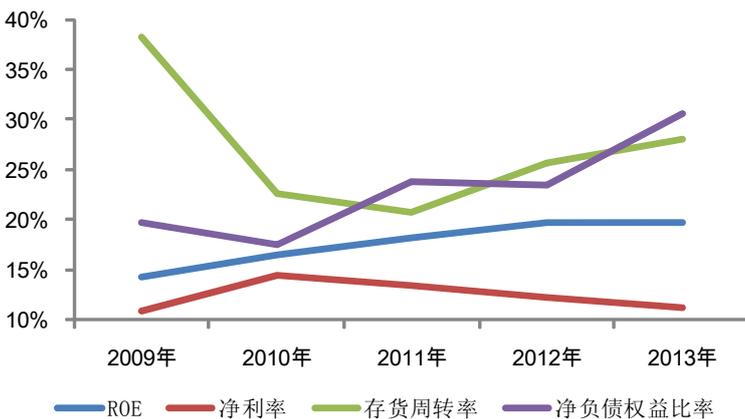
资料来源:中国银河证券研究部

图表8: 万科半年销售均价(元/平方米)及结算均价(元/平方米)



资料来源:中国银河证券研究部

图表9 杜邦分析图



资料来源:中国银河证券研究部

(2) 进军海外市场

报告期内,公司首次进军海外市场,通过和当地知名开发商合作的方式,先后进入香港、美国、新加坡市场。目前,公司参与海外业务,目的主要在于增进对海外成熟市场的理解,学习和借鉴国外优秀同行的经验,进一步强化自身的专业能力和管理水平。

(2) 住宅绿色化、产业化

作为住宅产业化的积极推广者,过去一年中,万科在绿色建筑和工业化领域的优势依然突出。2013年,万科新增的绿色三星项目住宅面积达到141.4万平方米,一家公司占到全国新增总量的34%。公司新开工的主流产品中,预制混凝土外墙、装配式内墙、内外墙免抹灰等工业化技术得到广泛应用,其比例分别达到8.3%、38.8%和29.1%。

(3) 境外债券发行，低成本海外融资渠道优势尽显

公司稳健的经营风格、审慎的财务管理以及良好的信用积累获得国际投资者认可，为拓展海外融资渠道创造了良好条件。2013年3月，公司完成首次境外美元债券发行，此次美元债为8亿美元的5年期债券，年票息率仅2.625%。7月，公司境外子公司设立规模为20亿美元的中期票据计划，中期票据计划具有多币种、多期限、融资灵活快捷的特点，公司可以根据资金需求及市场情况，灵活决定实际的发行金额和时间。年内，在中期票据计划范围内，公司境外子公司先后发行新加坡币1.4亿元4年期债券、人民币10亿元5年期债券、人民币10亿元3年期债券，票面年利率分别为3.275%、4.5%和4.05%。

二、未来发展展望

通过过去的发展，中小户型占比高、基本全装修、绿色环保已经成为万科产品的显著特征。2014年是万科第四个十年段的开始，公司将以“均好中提效”为指导思想，围绕城市配套服务商的定位，持续强化传统业务的竞争力，培育和提升新业务能力，为下一个十年发展打下健康的基础。

(1) 万科物业稳步推进，打造万科社区服务平台

近年来，公司启动“幸福社区计划”，围绕客户的居住感受，持续开展服务创新。为满足互联网时代的业主生活需求，公司联合合作方推出“万科—韵达全国邮包合作”、“万科—天猫自提服务合作”，联通数据库系统等服务，方便业主接收包裹。同时，根据客户需求，万科物业稳步推进衍生服务，并取得显著成效，其中房屋交易居间服务年度实现经营利润3,523万元，家居家装代购服务年度实现经营利润2,636万元。

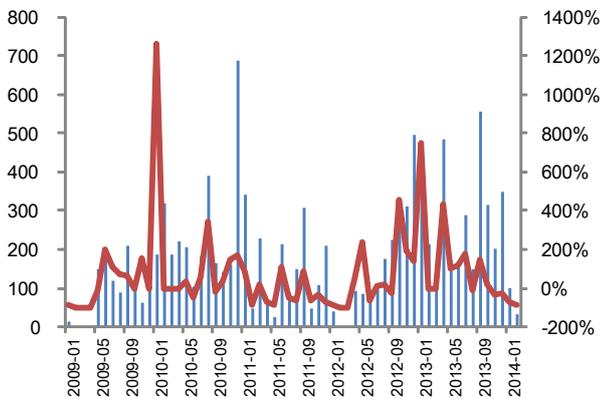
(2) 新项目拓展不拿地王，小股操盘

在新项目拓展方面公司坚持审慎的策略，理性投资“不拿地王”，择机获取可满足未来持续经营需要的土地资源。同时在新获取项目中，进一步深化合作开发，探索“小股操盘”的轻资产运营模式。

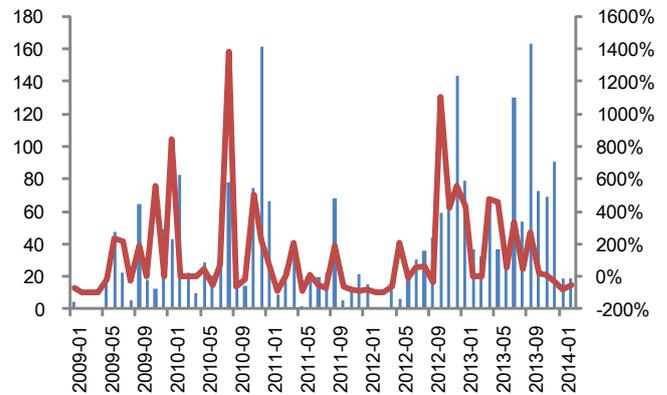
“小股操盘”是公司合作开发模式的进一步深化，即公司在合作项目中不控股，但项目仍然由公司团队操盘，使用公司品牌和产品体系，共享公司的信用资源和采购资源。通过输出管理和品牌，这种轻资产模式有利于提升公司的净资产收益率，也意味着在同等的资产规模下可以支持更大的经营规模，获得更大的市场份额，进而意味着可以摆脱增长对股权融资的依赖，提高分红派息、回馈股东的能力。

由图表10和11可见，经过2011年下半年的调整，2012年下半年起万科建面和权益地价放量增长，尽管2013年两者增速放缓，但总量上来说两者都比2012年几乎翻了倍。土地成本方面，随着部分热点城市土地竞拍日趋激烈，土地成交溢价率不断创出新高。

图表10: 万科分月新增土地计容积率建面(万平方米)(柱状)及同比变化(折线右轴)

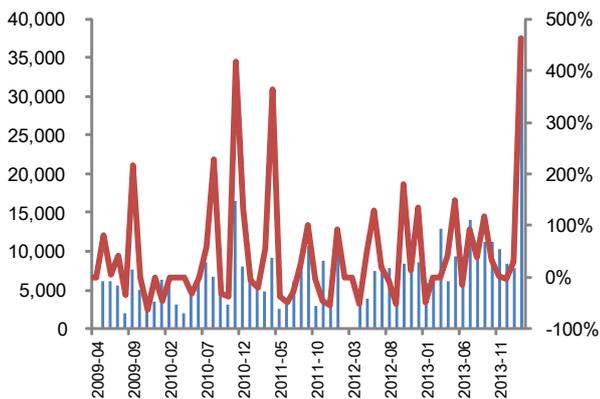


图表11: 万科月度新增土地权益地价(亿元)(柱状)及同比变化(折线右轴)



资料来源:中国银河证券研究部

图表12: 万科分月新增土地成本*(元/平方米)(柱状)及同比变化(折线右轴)



*新增土地总价/新增土地净占地面积

资料来源:中国银河证券研究部

(3) 分红派息稳步提升

公司 2013 年度分红派息预案已经大幅提高了分红派息力度,年度现金红利占合并报表净利润的比例同比上升了接近一倍,每股股息同比增长 127.8%。未来公司将在今年现金分红占合并报表净利润的基础上,稳步提升派发现金红利占合并报表净利润的比例。

(4) B 股转 H 股, 估值优势明显, 现金选择权或暗含套利空间

3 月 3 日晚,万科公告称,B 转 H 方案已获得证监会批复核准。B 转 H 一旦完成,无疑将进一步提高万科在国际资本市场的知名度和影响力,为未来拓展境外资源开辟更为广阔的空间。如图 13 所示,万科 A 股相较中国海外估值明显偏低,一旦 B 转 H 方案完成,万科估值有一定修复空间。另一方面,根据万科 3 月 4 日公告,公司将安排第三方向本公司 B 股股东提供现金选择权。第三方将按本次方案的规定,向有效申报行使现金选择权的 B 股股东支付

现金对价，有效申报的每一股万科 B 股所获得的初始现金对价为 13.13 港元，按汇率 0.78 折合人民币 10.24 元，按现在万科 A 股 7 块的市价，或给投资者套利空间。

图表 13：万科 A 股与中国海外发展 H 股财务与估值指标

单位	人民币	港币	
关键财务与估值指标	万科2013.SZ	中国海外发展.HK	中国海外数据说明
财务数据			
总资产（百万）	479,205.32	272,889.51	MQR
营业收入（百万）	135,418.79	64,946.77	2012年年报
每股指标			
每股收益	1.37	2.61	TTM
每股净资产	6.98	11.99	
盈利能力			
ROE	19.66%	23.82%	年化最新一期
毛利率	31.47%	33.62%	TTM
净利润率	13.51%	29.51%	TTM
偿债能力			
资产负债率	0.84	0.64	最新一期
估值比率			
P/E	5.34	8.03	TTM
P/E	5.34	9.17	LYR
P/B	1.05	1.75	MQR
P/B	1.05	1.97	LYR
P/S	0.60	2.40	TTM
P/S	0.60	2.64	LYR

资料来源：中国银河证券研究部

图表 14：万科盈利预测表

利润表（百万元）	2013	2014E	2015E
营业收入	135,419	162,503	227,504
营业成本	92,798	111,357	156,977
营业税金及附加	11,545	13,854	20,020
销售费用	3,865	4,638	6,825
管理费用	3,003	3,603	5,915
财务费用	892	1,381	1,934
资产减值及公允价值变动	60	-	-
其他收入	1,005	897	700
营业利润	24,261	28,566	36,532
营业外净收支	30	30	30
利润总额	24,291	28,596	36,562
所得税费用	5,993	7,149	9,140
少数股东损益	3,179	3,710	4,744
归属于母公司净利润	15,119	17,737	22,677
发行在外股份数量(百万股)	11,015	11,015	11,015
每股收益	1.37	1.61	2.06
关键财务与估值指标			
毛利率	31.47%	31.47%	31.00%
净利润率	11.16%	10.91%	9.97%
收入增长	31.33%	20.00%	40.00%
净利润增长率	20.46%	17.32%	27.86%
P/E	5.33	4.55	3.56

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6 - 12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6 - 12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6 - 12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6 - 12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6 - 12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

赵强、潘玮，房地产行业证券分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任

何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

机构请致电：

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼 上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层 深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn

