



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

地产：开发商

袁豪

证券投资咨询业务证书编号：S1300513090001
(8621) 2032 8529
hao.yuan@bocichina.com

田世欣

证券投资咨询业务证书编号：S1300206110230
(8621) 2032 8519
shixin.tian@bocichina.com

万科：业绩小幅下滑，推广小股操盘

1 季度净利同比下降 5%，小股操盘推动投资收益提升

2014年1季度，万科(000002.CH/人民币 7.97; 200002.CH/港币 12.62, 买入)实现营业收入 95.0 亿元，同比下降 32.2%；净利润 15.3 亿元，同比下降 5.2%；合每股收益 0.14 元；毛利率和净利率为 39.9%与 16.1%，分别较去年同期提高了 2.8 和 4.6 个百分点，净利率上升较为明显，主要源于：1) 1 季度上海、深圳等高毛利城市结算收入占比较高；2) 1 季度实现投资收益 7.3 亿元，较去年同期的 3,533 万元大幅增长，这主要来源于联营合营利润贡献及项目股权转让实现的收益，预计后续在“小股操盘”轻资产运营模式的推广下，投资收益进一步增长将是常态。

公司 1 季度业绩下滑主要源于同期竣工较少致结算面积同比下降，今年 1 季度公司竣工面积 98.4 万平米，仅占全年计划的 6.6%，较往年更低。受此影响，1 季度公司实现结算面积 72.7 万平米，结算收入 90.5 亿元，分别同比下降 41.1% 和 32.1%。预计 2014 年全年竣工量将基本符合年初计划，全年业绩预计将保持稳健的增长。

1 季度销售 542 亿、同比增 24%，维持全年销售预测 2,100 亿

1 季度，公司实现销售面积 415 万平米，同比增长 12%；销售金额 542 亿元，同比增长 24%；累计销售均价 13,067 元/平米，同比增长 11%；所销售的商品住宅中，144 平方米以下的产品比例占 93.8%。并且根据中房信 1 季度房企销售排行榜数据，万科 1 季度销售额排名行业第一，销售额远超第二名碧桂园(2007.HK/港币 3.14, 持有)同期 50% 以上，销售表现优异。展望 2014 年，我们维持对公司今年销售 2,100 亿元的预测，同比增长 23%。此外，预售锁定方面，至 1 季度末，公司已售未结算金额 1,956 亿元，分别锁定了我们对 2014-15 年房地产预测收入的 100% 和 33%。

拿地方面，1 季度公司合计拿地 253 万平米，对应地价 114 亿元，占地当期销售的 21%，拿地趋于谨慎，此外，1 季度拿地权益 70%，较 13 年全年的 78% 下降了 8 个百分点，这是“小股操盘”逐步推广的表现；开发方面，1 季度开工面积 420.0 万平米，仅完成全年计划的 18.8%，但随着未来开工规模的增加，预计公司全年实现的开工面积会高于年初制定的计划。

维持买入评级

在万科 13 年积极开工和拿地的背景下，公司 14 年可售资源增速将超越 13 年，预计 14 年销售将达 2,100 亿元，同比增长 23%；与此同时，伴随着行业长期规模增速下降以及利润率下滑的背景，公司在业务创新方面也做了积极尝试：1) 完善社区服务平台，有望向智能社区延伸；2) 住宅产业化：加快周转、降低成本，进一步受益行业集中度的提升；3) 推行小股操盘模式，获得高于传统项目的回报率；4) 事业合伙人制：通过项目层面的合伙人制度，得以激发热情、稳定军心，助力万科新十年的跨越式增长。我们维持公司 2014-15 年业绩预期分别为 1.70 元和 2.05 元，维持对公司 A、B 股的买入评级。

图表 1. 万科 2014 年 1 季度业绩摘要

(人民币, 百万)	2013 年 1 季度	2014 年 1 季度	同比变动(%)
营业收入	14,000	9,497	(32.2)
营业成本	(8,802)	(5,706)	(35.2)
营业税	(1,327)	(905)	(31.8)
毛利润	3,871	2,886	(25.5)
其他收入	(17)	(39)	127.8
销售费用	(623)	(711)	14.0
管理费用	(573)	(665)	16.2
营业利润	2,658	1,471	(44.7)
投资收益	37	730	1884.6
财务费用	(300)	(183)	(38.7)
营业外收支	(0)	21	(8382.7)
税前利润	2,395	2,039	(14.9)
所得税	(606)	(401)	(33.8)
少数股东权益	(175)	(109)	(38.0)
归属上市公司股东净利润	1,614	1,529	(5.2)
主要比率(%)			百分点变动
含税毛利率	27.7	30.4	2.7
经营利润率	19.0	15.5	(3.5)
净利率	11.5	16.1	4.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371