

上半年销售破千亿 业绩保持增长

——万科 A (000002) 年报点评

2014 年 08 月 18 日

强烈推荐/维持

万科 A

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号: S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031
张鹏	分析师	执业证书编号: S1480512060003
	zhangpeng@dxzq.net.cn	010-66554029
杨骞	分析师	执业证书编号: S1480514060001
	yangqian@dxzq.net.cn	010-66554021

事件:

公司发布 2014 年中报。2014 年上半年, 公司营业收入为人民币 409.6 亿元, 较去年同期的 413.9 亿元下降 1.0%; 归属于股东的净利润为人民币 48.1 亿元, 较去年同期的 45.6 亿元增长 5.6%。报告期内, 公司每股基本盈利为 0.44 元, 较去年同期的 0.41 元增长 6.6%。公司 2014 年半年度不派发股息、不进行资本公积金转增股本。

公司分季度财务指标

指标	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2
营业收入 (百万元)	56988.02	13999.91	27390.44	22024.97	72003.47	9497.22	31464.69
增长率 (%)	34.17%	35.32%	34.42%	42.97%	26.35%	-32.16%	14.87%
毛利率 (%)	35.89%	37.13%	31.77%	29.44%	30.88%	39.92%	28.20%
期间费用率 (%)	3.91%	10.68%	5.49%	9.22%	3.79%	16.42%	5.69%
营业利润率 (%)	22.57%	17.11%	17.20%	13.01%	19.85%	21.25%	15.38%
净利润 (百万元)	9516.42	1789.37	3546.52	2141.25	10820.41	1638.33	3854.15
增长率 (%)	27.00%	16.91%	18.02%	32.94%	13.70%	-08.44%	08.67%
每股盈利 (季度, 元)	0.68	0.15	0.27	0.15	0.81	0.14	0.30
资产负债率 (%)	78.32%	79.75%	79.63%	79.54%	78.00%	79.45%	78.93%
净资产收益率 (%)	11.59%	2.11%	4.03%	2.27%	10.26%	1.61%	3.65%
总资产收益率 (%)	2.51%	0.43%	0.82%	0.46%	2.26%	0.33%	0.77%

观点:

- 市场弱势下公司不弱, 上半年破千亿。**上半年在房地产销售市场疲软的情况下, 公司表现出在市场弱势下公司不弱。公司销售金额首次半年突破千亿, 市场地位得到进一步巩固。1-6月, 公司累计实现销售面积 821.2 万平方米, 销售金额 1009.1 亿元, 同比分别增长 14.6% 和 20.6%。上半年公司所销售的商品住宅中, 144 平方米以下的户型占比达到 92%。分区域看, 公司在以珠三角为核心的广深区域实现销售面积 195.1 万平方米, 销售金额 263.6 亿元; 在以长三角为核心的上海区域实现销售面积 223.0 万平方米, 销售金额 323.7 亿元; 在以环渤海为核心的北京区域实现销售面积 222.9 万平方米, 销售金额 264.6 亿元; 在由中西

部中心城市组成的成都区域实现销售面积180.2万平方米,销售金额157.2亿元。上半年,新开工面积961.7万平方米,占全年计划的43.0%。由于公司集中在下半年结算多,上半年实现竣工面积398.3万平方米,占全年计划的26.9%,预计2014年全年竣工量将基本符合年初计划。上半年公司房地产业务的结算均价为10,996元/平方米,较2013年同期上升5.1%。房地产业务毛利率为21.88%,较2013年同期下降1.90个百分点。结算净利率为14.09%,与去年同期持平。

表 1: 分区域的营业收入和利润情况

	结算面积 (平方米)	比例	主营业务收入 (万元)	比例	净利润 (万元)	比例
广深区域	1,157,792	31.87%	1,431,808.71	35.85%	284,377.69	50.54%
上海区域	834,060	22.96%	1,057,723.81	26.48%	154,858.95	27.52%
北京区域	783,734	21.58%	768,199.48	19.23%	54,044.23	9.61%
成都区域	856,891	23.59%	736,669.13	18.44%	69,349.86	12.33%
合计	3,632,477	100.00%	3,994,401.13	100.00%	562,630.73	100.00%

资料来源:公司公告、东兴证券研究所

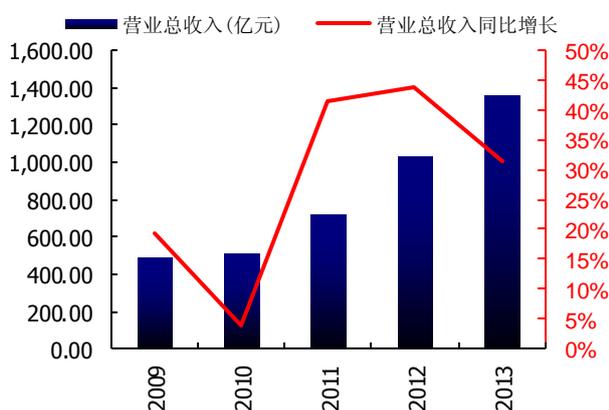
表 2: 分业务类型的营业收入和利润情况

行业	营业收入		营业成本		营业利润率	
	金额	增减	金额	增减	数值	增减
1.主营业务	4,078,455.00	-1.05%	2,822,029.02	2.92%	21.71%	-1.87 个百分点
其中: 房地产	3,994,401.13	-1.68%	2,754,359.35	2.24%	21.88%	-1.90 个百分点
物业管理	84,053.87	42.67%	67,669.67	40.97%	13.57%	3.55 个百分点
2.其他业务	17,735.21	1.83%	7,812.40	12.27%	40.00%	-2.06 个百分点
合计	4,096,190.21	-1.04%	2,829,841.42	2.94%	21.78%	-1.88 个百分点

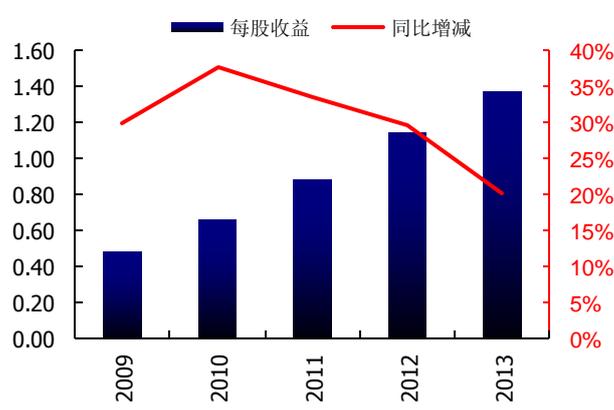
资料来源:公司公告、东兴证券研究所

- 公司财务继续保持稳健状况。**上半年剔除并不构成实际偿债压力的预收账款后,公司其它负债占总资产的比例为42.8%,较2013年底下降2.8个百分点。公司净负债率(有息负债减去货币资金,除以净资产)为36.4%,仍保持在行业较低水平。从货币资金看,公司持有的货币资金较1季度末有所增加,为428.6亿元,并且大于短期借款和一年内到期长期借款的总和222.8亿元。截至报告期末,公司共有货币资金人民币428.6亿元,其中人民币占比92.59%,其余7.41%是美元和港币。报告期内,公司实际利息支出合计人民币33.6亿元,其中资本化的利息合计人民币25.5亿元。上半年公司继续以费效比为核心,公司销售费用占销售金额的比例为1.53%,较去年同期下降0.18个百分点;管理费用占销售金额的比例为1.40%,较去年同期下降0.03个百分点。

- **公司有充足的已售未结资源，未来业绩基础良好。**截至报告期末，公司合并报表范围内有1747.4万平方米已售资源未竣工结算，合同金额合计约2027.6亿元，较上年末分别增长21.6%和24.9%，为未来的业绩体现奠定了良好基础。
- **上半年公司审慎拿地，项目储备近4000万方。**上半年公司新增加开发项目19个，按万科权益计算的占地面积约92.4万平方米，对应的规划建筑面积约264.1万平方米，平均楼面地价约3665元/平方米，继续保持在合理水平。公司积极尝试“小股操盘”的轻资产运营模式，上半年新增项目中，4个项目的权益比例低于50%，6个项目的权益比例为50%或51%。“小股操盘”模式的推广有助于减少对股权融资的依赖性，提高公司为股东创造回报的能力。截至报告期末，公司规划中项目按万科权益计算的建筑面积合计3986.3万平方米，可满足未来两到三年的开发需求。公司还有一批参与旧城改造的项目，按当前规划条件，此类项目中万科权益建筑面积在报告期末合计约295.2万平方米。
- **国际化战略深入，国内将以城市配套服务商为定位。**在2013年先后进入香港、美国、新加坡市场后，公司继续推进国际化战略。上半年，公司通过与当地知名开发商合作的方式，参与美国曼哈顿列克星敦大道610号项目的开发；继荃湾西站项目后，公司通过收购的方式在香港获得湾仔项目。参与海外业务，有助于公司学习和借鉴国外优秀同行的经验，增进对海外成熟市场和商业模式的理解，进一步提升公司产品和服务的竞争力。在国际化战略深入的同时，未来国内公司将以城市配套服务商为定位，在城市发展中寻找相关的业务发展机会，深入发掘市场需求，包括加大对养老、度假、物流地产等新业务的探索；同时，公司将积极学习和借鉴互联网思维，以性价比为核心，在产品性能、服务配套和社区氛围营造方面，持续提供令客户心动的产品和服务。

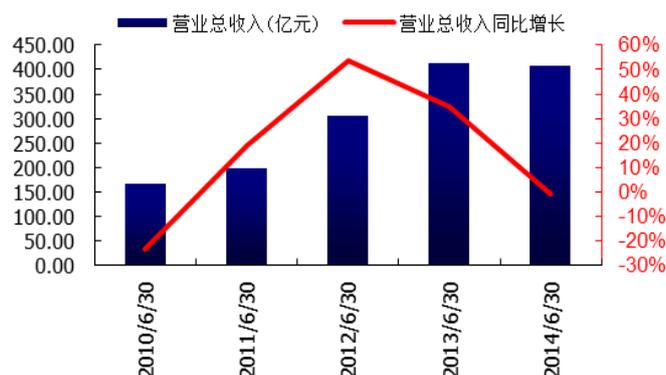
图 1：营业收入情况


资料来源：公司公告、东兴证券

图 2：每股收益情况


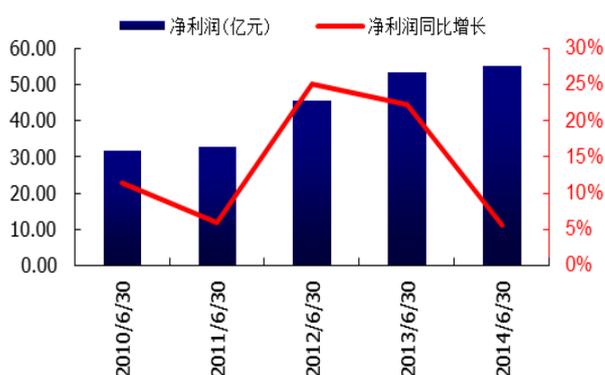
资料来源：公司公告、东兴证券

图 3: 货币和预收款情况



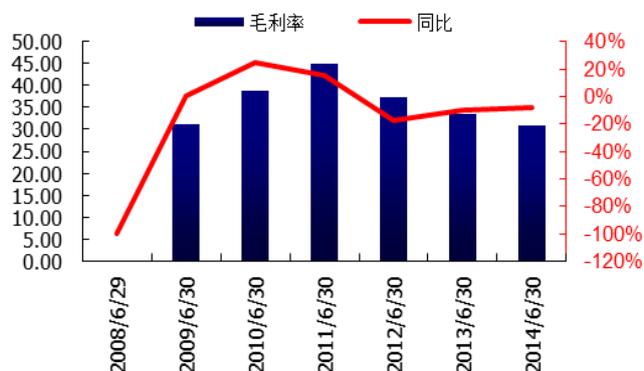
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 4: 净利润情况



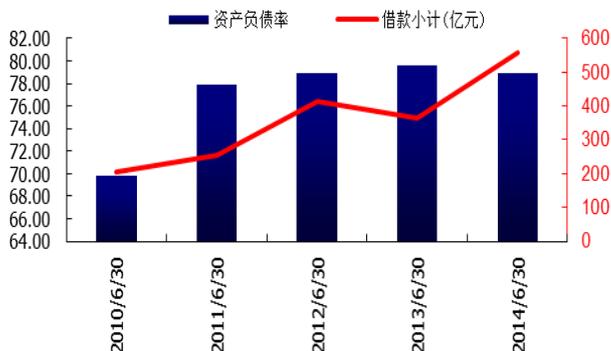
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 5: 销售毛利率情况



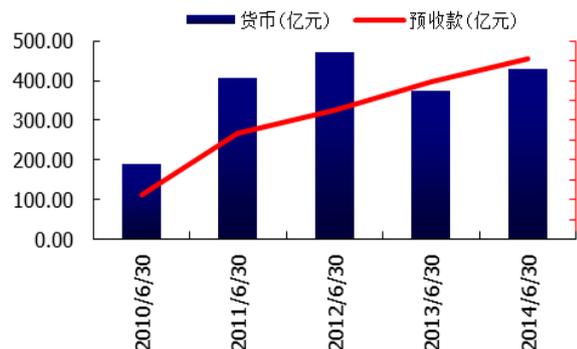
资料来源: 公司公告, 东兴证券整理

图 6: 资产负债率情况



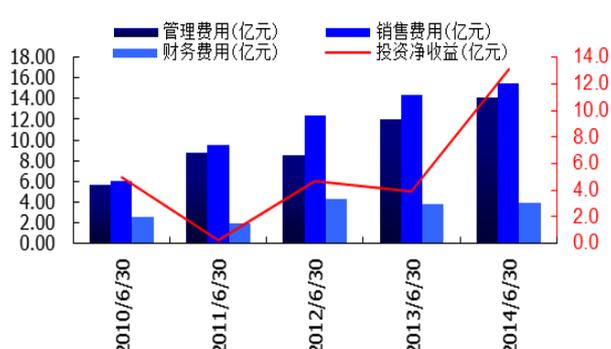
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 7: 货币和预收款情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券整理

图 8: 销售费用、管理费用和财务费用情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券

结论:

上半年公司销售半年度首次破千亿大关, 在市场疲软的情况下公司销售不疲软。从货币资金看, 公司持有的

货币资金较 1 季度末有所增加，为 428.6 亿元。公司管理水平不断提升费用不断下降，公司销售费用占销售金额的比例为 1.53%，较去年同期下降 0.18 个百分点；管理费用占销售金额的比例为 1.40%，较去年同期下降 0.03 个百分点。目前公司规划中项目按万科权益计算的建筑面积合计 3986.3 万平方米，可满足未来两到三年的开发需求。我们认为公司作为行业领导者，仍将保持较好的增长。我们预计公司 2014-2016 年的营业收入分别是 1685.67 亿元、2149.85 亿元和 2695.40 亿元，归属于母公司净利润分别为 183.27 亿元、224.37 亿元和 272.73 亿元，每股收益分别为 1.66 元、2.04 元和 2.48 元，对应 PE 分别为 5.47、4.47 和 3.64，维持公司“强烈推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	362774	442047	578071	740825	933258	营业收入	103116	135419	168567	214985	269540
货币资金	52292	44365	67427	85994	107816	营业成本	65422	92798	114626	146190	183287
应收账款	1887	3079	3233	4123	5169	营业税金及附加	10916	11545	15171	19349	24259
其他应收款	20058	34815	43338	55271	69297	营业费用	3056	3865	5057	6450	8086
预付款项	33374	28654	40116	54735	73064	管理费用	2780	3003	3371	4300	5391
存货	255164	331133	423958	540702	677912	财务费用	765	892	1467	3140	5097
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	83.82	60.15	5.00	5.00	5.00
非流动资产合计	16028	37159	17441	17036	16630	公允价值变动收益	-8.72	-0.57	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	7040	10637	10637	10637	10637	投资净收益	928.69	1005.1	900.00	900.00	900.00
固定资产	1612.2	2129.7	2680.8	2318.3	1955.7	营业利润	21013	24261	29771	36452	44316
无形资产	427	430	387	344	301	营业外收入	144.65	118.97	120.00	120.00	120.00
其他非流动资产	218	5081	0	0	0	营业外支出	87.50	89.30	90.00	90.00	90.00
资产总计	378802	479205	595512	757861	949888	利润总额	21070	24291	29801	36482	44346
流动负债合计	259834	328922	440593	589004	764089	所得税	5408	5993	7450	9121	11086
短期借款	9932	5103	77511	161330	257380	净利润	15663	18298	22350	27362	33259
应付账款	44861	63958	77569	98928	124033	少数股东损益	3111	3179	4023	4925	5987
预收款项	131024	155518	186703	226475	276340	归属母公司净利润	12551	15119	18327	22437	27273
一年内到期的非流	25625	27522	24500	24500	24500	EBITDA	22359	25737	31643	39998	49818
非流动负债合计	36830	44844	37254	37293	37339	BPS (元)	1.14	1.37	1.66	2.04	2.48
长期借款	36036	36683	37183	37183	37183	主要财务比率					
应付债券	0	7398	0	0	0	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	
负债合计	296663	373766	477848	626297	801428	成长能力					
少数股东权益	18313	28543	32567	37492	43478	营业收入增长	43.65%	31.33%	24.48%	27.54%	25.38%
实收资本(或股本)	10996	11015	11015	11015	11015	营业利润增长	33.30%	15.46%	22.71%	22.44%	21.57%
资本公积	8684	8532	9410	9410	9410	归属于母公司净利润	21.22%	22.42%	21.22%	22.42%	21.55%
未分配利润	26688	36707	19479	-1611	-27247	获利能力					
归属母公司股东权	63826	76896	85098	94073	104982	毛利率(%)	36.56%	31.47%	32.00%	32.00%	32.00%
负债和所有者权益	378802	479205	595512	757861	949888	净利率(%)	15.19%	13.51%	13.26%	12.73%	12.34%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	3.31%	3.15%	3.08%	2.96%	2.87%
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	ROE(%)	19.66%	19.66%	21.54%	23.85%	25.98%
经营活动现金流	3726	1924	-47681	-49584	-53709	偿债能力					
净利润	15663	18298	22350	27362	33259	资产负债率(%)	78%	78%	80%	83%	84%
折旧摊销	581.41	583.52	0.00	405.56	405.56	流动比率	1.40	1.34	1.31	1.26	1.22
财务费用	765	892	1467	3140	5097	速动比率	0.41	0.34	0.35	0.34	0.33
应收账款减少	0	0	-154	-890	-1046	营运能力					
预收帐款增加	0	0	31185	39772	49865	总资产周转率	0.31	0.32	0.31	0.32	0.32
投资活动现金流	-2453	-7954	20152	895	895	应收账款周转率	61	55	53	58	58
公允价值变动收益	-9	-1	0	0	0	应付账款周转率	2.76	2.49	2.38	2.44	2.42
长期股权投资减少	0	0	14177	0	0	每股指标(元)					
投资收益	929	1005	900	900	900	每股收益(最新摊薄)	1.14	1.37	1.66	2.04	2.48
筹资活动现金流	16286	-2058	50590	67256	74636	每股净现金流(最新)	1.60	-0.73	2.09	1.69	1.98
应付债券增加	0	0	-7398	0	0	每股净资产(最新摊)	5.80	6.98	7.73	8.54	9.53
长期借款增加	0	0	500	0	0	估值比率					
普通股增加	0	19	0	0	0	P/E	7.89	6.57	5.42	4.41	3.63
资本公积增加	-160	-152	878	0	0	P/B	1.25	1.04	0.94	0.85	0.76
现金净增加额	17558	-8088	23061	18567	21822	EV/EBITDA	4.44	4.37	4.50	5.43	5.85

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业资深研究员，基础产业小组组长，东南大学土木工程系毕业，2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究金牛奖最佳分析师第五名。

张鹏

金融学硕士，2011 年进入东兴证券研究所。

杨骞

北京大学城市与区域规划系硕士，3 年证券行业从业经验。2014 年初加盟东兴证券研究所，从事房地产行业研究工作。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易,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。本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级(以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级(以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。