

逆势增长，稳健前行

万科 (000002.SZ)

推荐

投资要点：

1. 事件

8 月 17 日，万科发布 2014 年半年报：2014 年上半年公司营业收入约 409.62 亿元，同比下降 1.03%，实现归属于母公司所有者的净利润约 48.09 亿元，同比增长约 5.55%，实现基本每股收益 0.44 元，同比增长 7.32%。

2. 我们的分析与判断

(1) 竣工周期导致收入略微下降，投资收益推动利润增长

上半年营业收入较去年有所下降，据管理层解释，主要原因为竣工周期导致，今年上半年竣工仅占 26.9%，比去年有所下降 6%。从过去几年来看，上半年收入占全年比例在 30% 左右波动。

营业利润下降，而净利润仍保持小幅增长，主要原因为公司投资净收益大幅增长，据管理层解释，该收益为公司践行小股操盘，转让部分项目股权所得，且未来有望获得稳定性的投资收益。

(2) 财务稳健，净负债率处行业低位

公司有息负债合计人民币 813.9 亿元。其中人民币负债占比 86.10%，外币负债占比 13.90%。

公司净负债率（有息负债减去货币资金，除以净资产）为 36.4%，仍显著低于行业平均水平。

(3) 销量过千亿，逆势增长

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%。2014 年上半年，全国商品住宅销售面积为 4.25 亿平方米，同比下降 7.8%。公司逆势增长，部分原因为公司坚持主流住宅市场，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：S0130512050002

市场数据	时间 2014.08.17
A 股收盘价(元)	9.40
A 股一年内最高价(元)	10.23
A 股一年内最低价(元)	6.57
上证指数	2,226.73
市净率	1.35
总股本 (百万股)	11,015.03
实际流通 A 股 (百万股)	9,668.24
流通 A 股市值(亿元)	908.81

3.投资建议

根据我们的测算，公司 2014、2015 年的每股收益为 1.61 元和 2.06 元，截止 2014 年 8 月 15 日收盘价对应 PE5.84 和 4.56，维持“推荐”评级。

4.风险提示：房地产调控政策不达预期及财务风险。

一、上半年业绩分析

(一) 竣工周期导致收入略微下降，投资收益推动利润增长

2014 年上半年公司营业收入约 409.62 亿元，同比下降 1.03%，实现归属于母公司所有者的净利润约 48.09 亿元，同比增长约 5.55%，实现基本每股收益 0.44 元，同比增长 7.32%。上半年营业收入较去年有所下降，据管理层解释，主要原因为竣工周期导致，今年上半年竣工仅占 26.9%，比去年有所下降 6%。从过去几年来看，上半年收入占全年比例在 30%左右波动。

营业利润下降，而净利润仍保持小幅增长，主要原因为公司投资净收益大幅增长，据管理层解释，该收益为公司践行小股操盘，转让部分项目股权所得，且未来有望获得稳定性的投资收益。

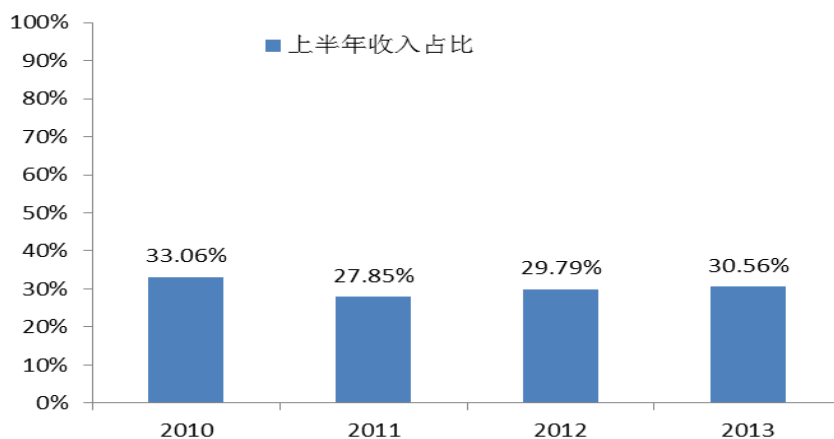
图表：2013 与 2014 年上半年利润表对比

	2013-06-30	2014-06-30	同比增长
一、营业总收入	413.90	409.62	-1.03%
营业收入	413.90	409.62	-1.03%
二、营业总成本	346.74	354.18	2.15%
营业成本	274.89	282.98	2.94%
营业税金及附加	41.09	37.40	-8.98%
销售费用	14.31	15.42	7.76%
管理费用	11.92	14.09	18.20%
财务费用	3.75	3.97	5.87%
资产减值损失	0.78	0.31	-60.26%
三、其他经营收益			
投资净收益	3.88	13.09	237.37%

四、营业利润	71.05	68.56	-3.50%
加：营业外收入	0.56	3.05	444.64%
减：营业外支出	0.28	0.39	39.29%
五、利润总额	71.33	71.22	-0.15%
减：所得税	17.98	16.30	-9.34%
六、净利润	53.36	54.92	2.92%
减：少数股东损益	7.80	6.83	-12.44%
归属于母公司所有者的净利润	45.56	48.09	5.55%
七、每股收益：			
(一) 基本每股收益(元)	0.4100	0.4400	7.32%
(二) 稀释每股收益(元)	0.4100	0.4400	7.32%

数据来源：公司公告、中国银河证券研究部

图表：历年上半年收入占比



数据来源：公司公告、中国银河证券研究部

从收入结构来看，广深区域仍是公司收入的第一来源，收入占比小幅提升至 35.85%，利润方面占比达 50.54%。上海收入占比相比去年末由 20.95% 提升至 26.48%，北京区域收入占比相比去年末由 25.4% 下降至 19.23%，成都区域变化不大。

图表：上半年收入结构

	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	净利率
广深区域	1,157,792	31.87%	1,431,808.71	35.85%	284,377.69	50.54%	19.86%
上海区域	834,060	22.96%	1,057,723.81	26.48%	154,858.95	27.52%	14.64%
北京区域	783,734	21.58%	768,199.48	19.23%	54,044.23	9.61%	7.04%
成都区域	856,891	23.59%	736,669.13	18.44%	69,349.86	12.33%	9.41%
合计	3,632,477	100.00%	3,994,401.13	100.00%	562,630.73	100.00%	14.09%

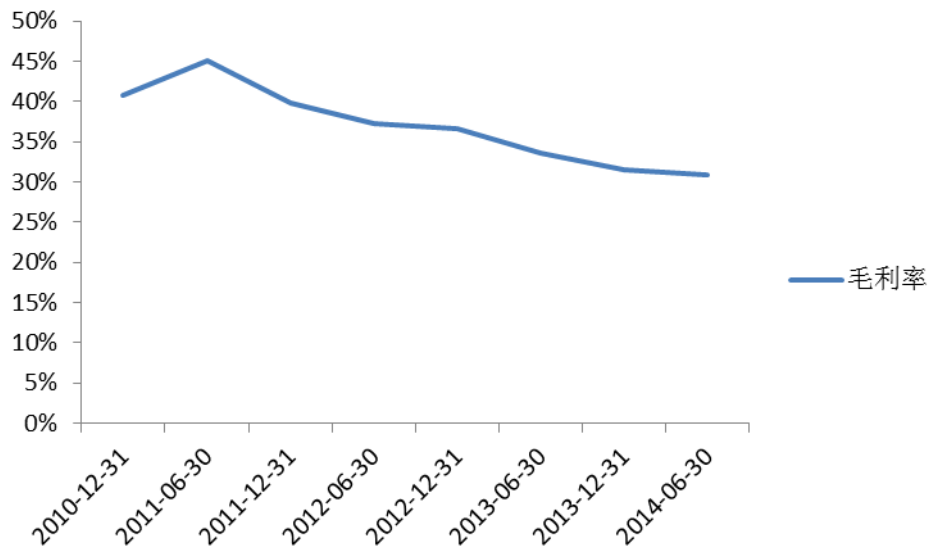
数据来源：公司公告、中国银河证券研究部

(二) 毛利率小幅下降

2014 年上半年公司毛利率为 30.92%，同比下降 0.56%，随着 2012 年至 2013 年项目的逐步结算，毛利率下降幅度有望趋稳。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%。房地产业务扣税后毛利率为 21.88%，较 2013 年同期下降 1.90 个百分点。

期间费用方面，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。

图表：公司毛利率变化



数据来源：公司公告、中国银河证券研究部

(三) 财务稳健，净负债率处行业低位

公司有息负债合计人民币 813.9 亿元。其中人民币负债占比 86.10%，外币负债占比 13.90%。

公司净负债率(有息负债减去货币资金，除以净资产)为 36.4%，仍显著低于行业平均水平。

现金方面，报告期末公司持有的货币资金较 1 季度末有所增加，为 428.6 亿元，大于短期借款和一年内到期长期借款的总和 222.8 亿元。

从负债结构上看，公司一年以上有息负债人民币 591.1 亿元，占总体有息负债的比例为 72.62%。

从负债类型上看，在有息负债中银行借款占比 45.03%，应付债券占比 12.16%，其他借款占比 42.81%。

图表：公司主要负债变化

项目	2014 年 6 月 30 日	2013 年 12 月 31 日	变动幅度
短期借款	658,243.49	510,251.46	29.00%
应付票据	1,660,876.00	1,478,389.99	12.34%
一年内到期的非流动负债	1,569,922.12	2,752,179.16	-42.96%
长期借款	4,921,059.51	3,668,312.84	34.15%

数据来源：公司公告、中国银河证券研究部

二、上半年经营分析

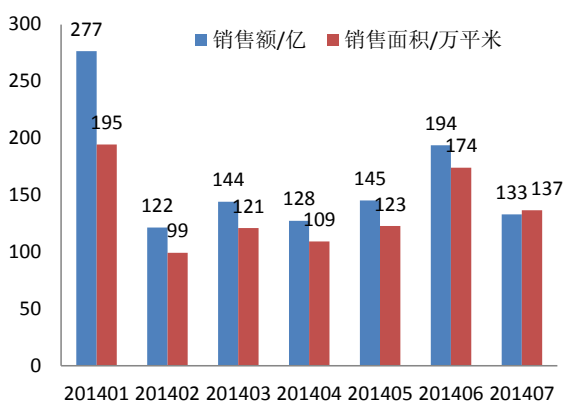
(一) 销量过千亿，逆势增长

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%。2014 年上半年，全国商品住宅销售面积为 4.25 亿平方米，同比下降 7.8%。1-7 月份，万科累计销售面积 958.0 万平方米，销售金额 1142.3 亿元，分别比 2013 年同期增长 14.79%和 16.98%。

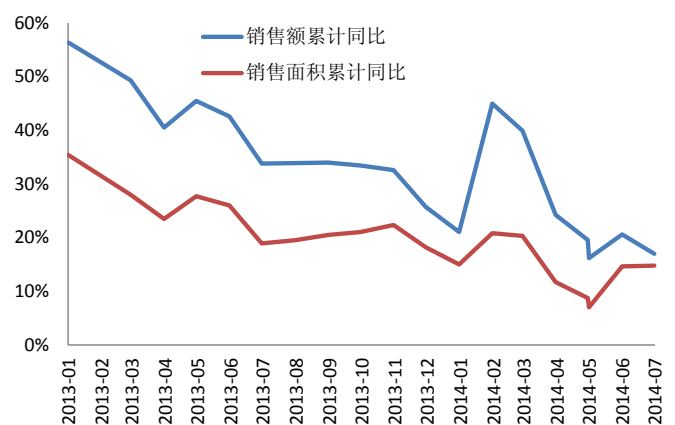
公司逆势增长，部分原因为公司坚持主流住宅市场，上半年公司所销售的商品住宅中，

144 平方米以下的户型占比达到 92%。

图表：万科销售额月度变化



图表：万科销售额累计同比变化



数据来源：公司公告，中国银河证券研究部

(二) 拿地谨慎，继续践行小股操盘

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。

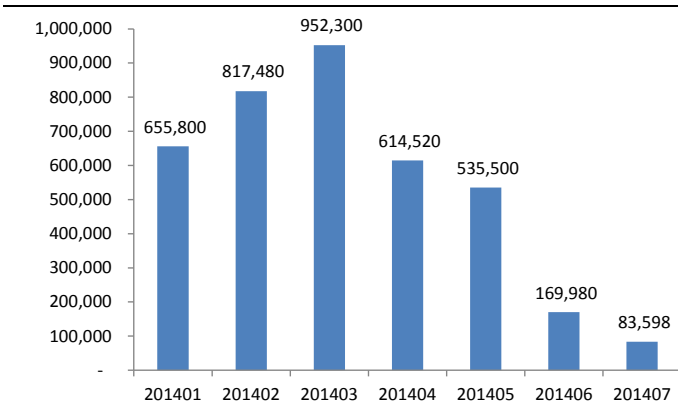
上半年公司继续践行“小股操盘”的轻资产运营模式，新增项目中有 4 个项目的权益比

例低于 50%，6 个项目的权益比例为 50%或 51%。

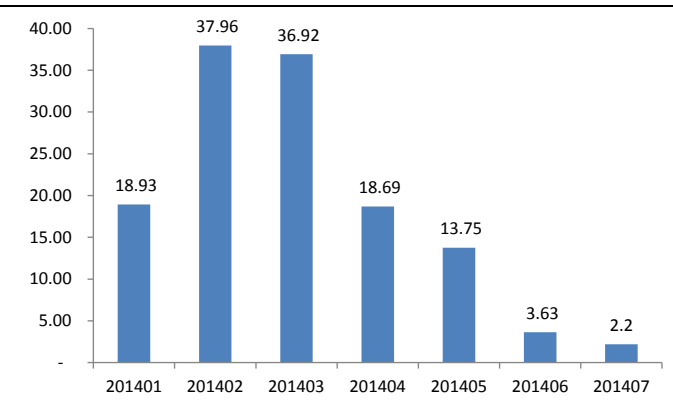
新开工方面，上半年公司实现新开工面积 961.7 万平方米，占全年计划开工面积的比

例为 43.0%。

图表：2014 年万科月度新增权益建筑面积/万平方米



图表：万科月度拿地支出/亿



数据来源：公司公告，中国银河证券研究部

图表：截止公告期公司拿地项目

项目名称	位置	权益比例	占地面积(平方米)	当前规划建筑面积(平方米)	万科权益建筑面积(平方米)	项目进度
深圳三馆项目	龙岗区	100%	66,600	250,600	250,600	前期
深圳金域九悦花园	龙华新区	100%	61,000	146,000	146,000	前期
广州知识城项目	中新知识城	20.40%	259,300	571,790	116,645	前期
广州黄埔客运站项目	黄浦区	70%	26,700	96,700	67,690	前期
南宁魅力之城	良庆区	100%	104,174	333,374	333,374	前期
上海奉贤申通地铁项目	奉贤区	20%	43,900	87,800	17,560	前期
上海青浦赵巷项目	青浦区	10%	96,000	98,000	9,800	前期
南京溧水万科城	溧水区	100%	218,800	501,600	501,600	前期
南昌时代广场项目	红谷滩新区	30%	83,800	293,400	88,020	前期

北京黄村 C2 项目	大兴区	50%	46,924	94,797	47,399	前期
北京顺义新城第 28 街区项目	顺义区	50%	22,913	41,243	20,622	前期
北京七里渠项目	昌平区	50%	68,944	202,777	101,389	前期
廊坊欢庆城	香河县	50%	38,200	76,400	38,200	前期
沈阳铁西蓝山	铁西区	100%	51,832	155,497	155,497	前期
大连现在城	甘井子区	100%	39,224	71,254	71,254	前期
西安高新华府	雁塔区	80%	114,745	476,559	381,247	前期
西安幸福里	未央区	100%	65,628	229,698	229,698	前期
郑州魅力之城二期	航空港区	51%	37,820	113,460	57,865	前期
郑州魅力之城三期	航空港区	51%	4,094	12,000	6,120	前期
南昌洪都 05 号地	青云谱区	25%	27,879	94,789	23,545	前期
嘉兴城南路东地块	经济开发区	100%	25,100	60,200	60,200	前期
合计			1,503,577	4,007,938	2,724,325	-

数据来源：公司公告、中国银河证券研究部

(三) 业绩锁定性强

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%

三、投资建议

我们维持万科“推荐”评级，主要原因如下：1) 公司产品定位刚需，需求有支撑，在行业下行周期中影响相对较小。2) 公司财务稳健，杠杆远低于行业内其他公司，抗风险能力强。3) 行业调整中龙头公司将受益，市占率仍有提升空间。4) 事业合伙人绑定了管理层与股东利益。5) 项目合伙人制度下，公司投资将更加谨慎。

根据我们的测算，我们预测万科 2014 每股利润 1.61 元，对应 2014 PE5.84X。维持推荐评级。

附：公司利润表测算

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	6.70	5.84	4.56

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，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：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 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

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn