

2014年08月18日

王睿哲
C0062@capital.com.tw

目标价(元) 11.9元

万科(000002/02202.HK)

Buy 买入

公司上半年净利润同比增长 5.6%，销售逆势高速增长

结论与建议：

公司发布 2014 年半年报，公司净利润同比增长 5.6%，低于我们的预期。而实际上，公司上半年的销售金额逆势高速增长，销售金额同比增长 20.6%，在同业中处于领先地位。我们认为，公司净利润增速不及预期是由于公司结算节奏的改变所致，随着下半年结算量的增加，2014 年的业绩将会稳定增长。我们仍长期看好公司的投资价值，维持 A 股、H 股“买入”的投资建议。

公司基本资讯

产业别	房地产		
A 股价(2014/8/15)	9.40		
深证成指(2014/8/15)	7982.07		
股价 12 个月高/低	10.23/6.57		
总发行股数(百万)	11015.03		
A 股数(百万)	9668.24		
A 市值(亿元)	1035.41		
主要股东	华润股份有限公司 (14.94%)		
每股净值(元)	6.98		
股价/账面净值	1.35		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	5.7	15.1	0.3

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2014-02-11	7.55	买入

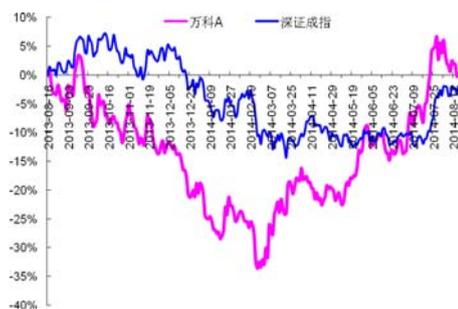
产品组合

房地产	99.2%
其他	0.8%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	13.3%
一般法人	19.2%

股价相对大盘走势



■ **结算规模缩小，净利微增：**公司 2014 年 H1 实现营业收入 409.62 亿元，同比微降 1.04%；净利润为 48.09 亿元，同比增 5.55%；基本每股收益为 0.44 元。公司业绩低于预期。公司 H1 营收同比持平主要是由于公司将结算量集中于下半年，留给上半年的结算量较少。公司 2014 年上半年结算量仅为 2013 年同期销售量的 49%。并且，截止到报告期末，公司已售未结算资源约有 2028 亿，相当于公司 2014 年上半年营收的 5 倍。而随着下半年结算量的增加，公司全年业绩将会实现稳定的增长，对全年的盈利预测不会产生影响。

■ **毛利率略有下降，投资收益大幅增长：**公司上半年房地产毛利率为 21.88%，较 2013 年同期下降 1.9 个百分点，我们认为这主要是由于公司结算结构的改变，高毛利项目在当期结算中的占比有所下降引起的。但公司上半年结算净利率为 14.09%，与去年同期持平。公司对“小盘操股”模式的积极探索，使得公司录得投资收益 13.1 亿元，较去年同期大幅增长 238%。随着公司“轻资产、重运营”模式的进一步推广，预计未来投资收益处于较高水平将成为经营常态。

■ **行业调整时期，公司财务状况依旧稳健：**公司目前财务状况良好，截止报告期末，公司剔除剔除预收账款后的负债占总资产的比例为 42.8%，较 2013 年底下降 2.8 个百分点。货币资金为 428.6 亿元，是短期负债和一年内到期负债金额的两倍。公司净负债率为 36.4%，虽较年初增长约 5 个百分点，但仍保持在行业较低水平。

■ **H1 销售金额逆势快速增长：**公司上半年实现销售面积 821.2 万平方米，销售金额 1009.1 亿元，分别同比增长 14.6%和 20.6%。7 月单月实现销售面积 136.7 万平方米，销售金额 133.2 亿元，分别同比增长 15.7%和下降 4.7%。公司 7 月单月销售的下滑主要是由于今年 6 月冲刺上半年销售业绩使得 6 月销售量同比大幅增长，从而对 7 月的销售造成了一定程度的透支。而从整体来看，公司 1-7 月公司累计实现销售面积 958 万平方米，销售金额 1042 亿元，同比分别增长 14.8%和 17%。在行业景气下降，同业销售增速不断降低甚至负增长时公司销售依然维持较高速增长，在同业中处于绝对领先的位置，充分体现了公司作为行业龙头较强的销售能力，公司完成全年 2000 亿的销售目标已无大忧。

■ **盈利预测与投资建议：**我们预计公司 2014、2015 年净利润将达到 188 亿元和 226 亿元，YOY 增长 24.5%和 20%，EPS1.71 元和 2.06 元，A 股对应 PE 为 5.5 倍和 4.6 倍，PB1.16 倍；H 股对应 PE 为 7.5 倍和 6.2 倍 PB1.83 倍，估值处于较低位置，维持 A 股、H 股“买入”的投资建议。

..... 接续下页.....

年度截止 12 月 31 日		2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	9625	12551	15119	18829	22643
同比增减	%	32.2%	30.4%	20.5%	24.5%	20.3%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.88	1.14	1.37	1.71	2.06
同比增减	%	32.2%	30.4%	20.2%	24.5%	20.3%
A 股市盈率 (P/E)	X	10.7	8.2	6.8	5.5	4.6
B 股市盈率 (P/E)		14.6	11.2	9.3	7.5	6.2
股利 (DPS)	RMB 元	0.13	0.16	0.41	0.52	0.63
股息率 (Yield)	%	1.38%	1.70%	4.36%	5.53%	6.70%

预期报酬 (Expected Return; ER) 为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表

百万元	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	71783	103116	135419	166897	196974
经营成本	43228	65422	92798	111471	129550
营业税金及附加	7779	10916	11545	15638	18713
销售费用	2557	3056	3865	4840	5850
管理费用	2578	2780	3003	4006	5082
财务费用	510	765	892	1202	1556
资产减值损失	65	0	60	0	0
投资收益	700	929	1005	1123	1310
营业利润	15763	21013	24261	30864	37533
营业外收入	76	145	119	150	187
营业外支出	34	88	89	79	83
利润总额	15806	21070	24291	30935	37637
所得税	4206	5408	5993	7888	9786
少数股东损益	1975	3111	3179	4218	5208
归属于母公司所有者的净利润	9625	12551	15119	18829	22643

附二：合并资产负债表

百万元	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
货币资金	34240	52292	44365	44765	46103
应收账款	1515	1887	3079	8159	10722
存货	208335	255164	331133	366598	423073
流动资产合计	282647	362774	442047	491554	559362
长期股权投资	6426	7040	10637	11383	12434
固定资产	1596	1612	2130	2504	2735
在建工程	706	1051	914	1037	1123
非流动资产合计	13562	16028	37159	66308	74960
资产总计	296208	378802	479205	557862	634322
流动负债合计	200724	259834	328922	387233	439338
非流动负债合计	27652	36830	44844	47871	51313
负债合计	228376	296663	373766	435103	490651
少数股东权益	14865	18313	28543	32761	37969
股东权益合计	52968	63826	76896	89997	105701
负债及股东权益合计	296208	378802	479205	557862	634322

附三：合并现金流量表

百万元	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
经营活动产生的现金流量净额	3389	3044	1955	2358	2990
投资活动产生的现金流量净额	-5653	-7289	-5133	-6970	-7930
筹资活动产生的现金流量净额	807	22922	-4748	5012	1331
现金及现金等价物净增加额	-1483	18677	-7926	400	1338

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。