



业绩分析

万科(A) (000002.SZ)

买入

证券研究报告

利润率导致业绩低于预期；下半年有望复苏，但幅度有限

与预测不一致的方面

万科公布了2014年二季度业绩，净利润同比增长11%（环比增长114%）至人民币32.8亿元，令上半年净利润达到48亿元，同比增长6%，占我们原全年预测的24%。**要点：(1)** 毛利率（含土地增值税，按净销售收入计算）在2013年四季度以来上升之后于2014年二季度意外降至2008年以来的纪录低点20%。虽然2014年一季度实现了32%的毛利率（主要得益于来自上海/深圳利润率较高项目结算的贡献，但考虑到万科在其它约60个城市的利润率相对较低，我们预计该水平不具可持续性），上半年23%的整体毛利率仍低于我们26%的原全年预测。由于2014年二季度人民币10,633元/平方米的结算均价低于2012年以来任一季度的合同销售均价，目前我们预计2014年下半年的毛利率为25%。然而，鉴于我们预计未来数月显著的供应过剩将使年初以来合同销售均价走软的势头持续下去，而且管理层的中期利润率指引也较为谨慎（因去库存），我们预计2016年结算利润率将再次下降（23.6%）；**(2)** 由于2014年上半年合同销售强劲，截至上半年末的未结算销售额（在并表层面上）达到了人民币2030亿元，表明2014/2015年收入锁定比率分别为100%/35%；**(3)** 财务状况依然稳健，净负债率较好地控制在40%以下。

投资影响

我们将2014-15年每股盈利预测下调了8%/5%，并微调了2016年每股盈利预测，以体现调低的利润率假设。然而，我们将万科A股/H股的12个月目标价格上调了1%至人民币12.20元/20.4港元（仍基于2014年底预期净资产价值），因为我们计入了新购土地因素。万科A股/H股较净资产价值折让54%/37%，2014年预期市盈率为5.6倍/7.7倍，而所覆盖内地/海外上市开发商的平均折让和预期市净率分别为49%/50%、6.9倍/6.7倍。维持对万科A股/H股的买入评级（A股位于强力买入名单）。风险：销售表现弱于预期、宏观经济硬着陆。

万科2014年二季度和上半年业绩比较

| (人民币百万元) | 1Q14 | 2Q14 | 同比% | 环比% | 1H13 | 1H14 | 同比% | 此前2014年全年预测 | 1H14与14年全年预测比较 |
|-------------|-------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|-------------|----------------|
| 净销售收入 | 8,975 | 29,535 | 15% | 231% | 38,941 | 38,510 | -1% | 156,746 | 25% |
| 毛利润 | 2,886 | 6,038 | 2% | 109% | 9,792 | 8,923 | -9% | 40,621 | 22% |
| 净利润 | 1,529 | 3,280 | 11% | 114% | 4,556 | 4,809 | 6% | 19,917 | 24% |
| 毛利率(含土地增值税) | 32% | 20% | -3 ppt | -12 ppt | 25% | 23% | -2 ppt | 26% | -3 ppt |
| 净利润率 | 17% | 11% | 0 ppt | -6 ppt | 12% | 12% | 1 ppt | 13% | 0 ppt |
| 净负债权益比 | 41% | 36% | -5 ppt | -4 ppt | 41% | 36% | -5 ppt | 12% | 25 ppt |

资料来源：公司数据、高华证券研究

所属投资名单

亚太买入名单

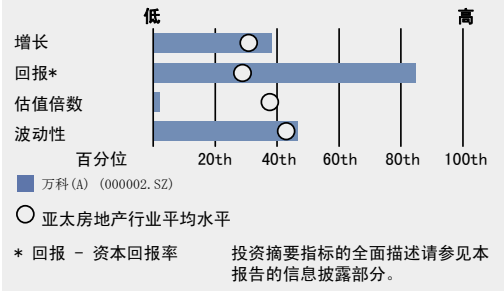
亚太强力买入名单

行业评级：中性

王逸, CFA 执业证书编号: S1420510120004
+86(21)2401-8930 yi.wang@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司

杜蕾 执业证书编号: S1420511100001
+86(10)6627-3147 jacqueline.du@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司

投资摘要

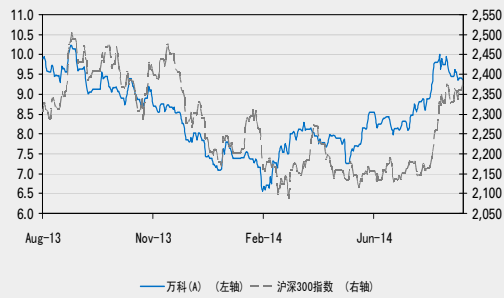


主要数据

| 当前 | 12/13 | 12/14E | 12/15E | 12/16E |
|---------------|-------|--------|--------|--------|
| 每股盈利(Rmb) 新 | 1.37 | 1.67 | 2.06 | 2.33 |
| 每股盈利调整幅度(%) | (0.2) | (7.7) | (5.5) | (0.3) |
| 每股盈利增长(%) | 20.3 | 21.9 | 23.1 | 13.2 |
| 每股摊薄盈利(Rmb) 新 | 1.37 | 1.67 | 2.06 | 2.33 |
| 市盈率(X) | 7.4 | 5.6 | 4.6 | 4.0 |
| 市净率(X) | 1.5 | 1.1 | 1.0 | 0.8 |
| EV/EBITDA(X) | 7.2 | 5.5 | 1.9 | NM |
| 股息收益率(%) | 4.0 | 5.4 | 6.6 | 7.5 |
| 净资产回报率(%) | 21.5 | 22.0 | 22.8 | 21.9 |

| 当前 | 12/13 | 12/14E | 12/15E | 12/16E |
|----------------------|---------------------|--------|----------|--------|
| 股价(Rmb) | 9.38 | 12.20 | 14,801.8 | -- |
| 12个月目标价格(Rmb) | 12.20 | | | |
| 市值(Rmb mn / US\$ mn) | 90,986.7 / 14,801.8 | | | |
| 外资持股比例(%) | -- | | | |

股价走势图



股价表现(%)

| | 3个月 | 6个月 | 12个月 |
|------------|------|------|-------|
| 绝对 | 21.8 | 29.0 | (5.2) |
| 相对于沪深300指数 | 10.1 | 24.0 | (8.0) |

资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet (股价为8/18/2014收盘价)



万科(A): 财务数据概要

| 损益表(Rmb mn) | 12/13 | 12/14E | 12/15E | 12/16E | 资产负债表(Rmb mn) | 12/13 | 12/14E | 12/15E | 12/16E |
|----------------------|------------|-------------|-------------|-------------|-----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 主营业务收入 | 127,453.8 | 156,746.0 | 197,423.2 | 219,973.5 | 现金及等价物 | 43,004.1 | 60,071.1 | 164,095.0 | 279,956.6 |
| 主营业务成本 | (96,377.6) | (118,070.5) | (148,131.0) | (168,065.5) | 应收账款 | 37,894.3 | 49,315.8 | 62,113.7 | 69,208.5 |
| 销售、一般及管理费用 | (6,688.3) | (8,777.8) | (11,055.7) | (12,318.5) | 存货 | 331,133.2 | 331,511.9 | 277,363.0 | 201,363.4 |
| 研发费用 | -- | -- | -- | -- | 其它流动资产 | 30,014.9 | 33,095.2 | 31,170.8 | 24,507.9 |
| 其它营业收入/(支出) | (60.7) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 流动资产 | 442,046.6 | 473,994.0 | 534,742.5 | 575,036.5 |
| EBITDA | 24,327.1 | 29,897.7 | 38,236.5 | 39,589.5 | 固定资产净额 | 3,043.4 | 3,133.1 | 3,292.8 | 3,483.9 |
| 折旧及摊销 | (179.2) | (250.5) | (261.9) | (275.6) | 无形资产净额 | 695.3 | 668.5 | 641.8 | 615.1 |
| EBIT | 24,147.9 | 29,647.2 | 37,974.6 | 39,313.9 | 长期投资 | 10,637.5 | 13,092.4 | 13,949.9 | 15,715.5 |
| 利息收入 | 739.8 | 676.0 | 944.3 | 2,579.6 | 其它长期资产 | 22,782.5 | 21,139.8 | 25,367.8 | 30,441.3 |
| 财务费用 | (1,631.5) | (1,716.6) | (1,827.0) | (1,924.1) | 资产合计 | 479,205.3 | 512,027.9 | 577,994.8 | 625,292.3 |
| 联营公司 | 1,005.2 | 2,454.9 | 857.5 | 1,765.6 | 应付账款 | 291,707.6 | 297,023.9 | 334,077.1 | 350,609.3 |
| 其它 | 29.7 | 29.7 | 29.7 | 29.7 | 短期贷款 | 32,624.3 | 22,281.7 | 22,281.7 | 22,281.7 |
| 税前利润 | 24,291.0 | 31,091.2 | 37,979.1 | 41,764.7 | 其它流动负债 | 4,589.9 | 2,894.8 | 3,184.2 | 3,502.7 |
| 所得税 | (5,993.5) | (7,370.6) | (9,554.6) | (10,295.2) | 流动负债 | 328,921.8 | 322,200.3 | 359,543.0 | 376,393.6 |
| 少数股东损益 | (3,179.0) | (5,282.7) | (5,722.8) | (5,779.7) | 长期贷款 | 44,081.5 | 59,111.4 | 59,111.4 | 59,111.4 |
| 优先股股息前净利润 | 15,118.6 | 18,437.9 | 22,701.7 | 25,689.8 | 其它长期负债 | 762.6 | 782.1 | 782.1 | 782.1 |
| 优先股股息 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 长期负债 | 44,844.1 | 59,893.5 | 59,893.5 | 59,893.5 |
| 非经常性项目前净利润 | 15,118.6 | 18,437.9 | 22,701.7 | 25,689.8 | 负债合计 | 373,765.9 | 382,093.8 | 419,436.5 | 436,287.1 |
| 税后非经常性损益 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 优先股 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 净利润 | 15,118.6 | 18,437.9 | 22,701.7 | 25,689.8 | 普通股权益 | 76,896.0 | 90,817.7 | 107,988.1 | 126,867.3 |
| 每股基本盈利(非经常性项目前)(Rmb) | 1.37 | 1.67 | 2.06 | 2.33 | 少数股东权益 | 28,543.4 | 39,116.3 | 50,570.2 | 62,137.9 |
| 每股基本盈利(非经常性项目后)(Rmb) | 1.37 | 1.67 | 2.06 | 2.33 | 负债及股东权益合计 | 479,205.3 | 512,027.9 | 577,994.8 | 625,292.3 |
| 每股摊薄盈利(非经常性项目后)(Rmb) | 1.37 | 1.67 | 2.06 | 2.33 | 每股净资产(Rmb) | 6.98 | 8.24 | 9.80 | 11.52 |
| 每股股息(Rmb) | 0.41 | 0.50 | 0.62 | 0.70 | 评估净资产价值(Rmb mn) | -- | 224,742.7 | -- | -- |
| 股息支付率(%) | 29.9 | 30.0 | 30.0 | 30.0 | 评估每股净资产(Rmb) | -- | 20.40 | -- | -- |
| 自由现金流收益率(%) | (0.4) | 11.5 | 70.7 | 73.6 | | | | | |
| 增长率和利润率(%) | 12/13 | 12/14E | 12/15E | 12/16E | 比率 | 12/13 | 12/14E | 12/15E | 12/16E |
| 主营业务收入增长率 | 31.6 | 23.0 | 26.0 | 11.4 | 净资产回报率(%) | 21.5 | 22.0 | 22.8 | 21.9 |
| EBITDA增长率 | 15.7 | 22.9 | 27.9 | 3.5 | 总资产回报率(%) | 3.5 | 3.7 | 4.2 | 4.3 |
| EBIT增长率 | 15.8 | 22.8 | 28.1 | 3.5 | 平均运用资本回报率(%) | 15.7 | 16.9 | 25.6 | 93.5 |
| 净利润增长率 | 20.5 | 22.0 | 23.1 | 13.2 | 存货周转天数 | 1,110.2 | 1,024.2 | 750.1 | 519.8 |
| 每股盈利增长 | 20.3 | 21.9 | 23.1 | 13.2 | 应收账款周转天数 | 85.7 | 101.5 | 103.0 | 109.0 |
| 毛利率 | 24.4 | 24.7 | 25.0 | 23.6 | 应付账款周转天数 | 968.5 | 910.0 | 777.5 | 743.5 |
| EBITDA利润率 | 19.1 | 19.1 | 19.4 | 18.0 | 净负债/股东权益(%) | 30.7 | 15.4 | (53.0) | (105.1) |
| EBIT利润率 | 18.9 | 18.9 | 19.2 | 17.9 | EBIT利息保障倍数(X) | 27.1 | 28.5 | 43.0 | NM |
| 现金流量表(Rmb mn) | 12/13 | 12/14E | 12/15E | 12/16E | 估值 | 12/13 | 12/14E | 12/15E | 12/16E |
| 优先股股息前净利润 | 15,118.6 | 18,437.9 | 22,701.7 | 25,689.8 | 基本市盈率(X) | 7.4 | 5.6 | 4.6 | 4.0 |
| 折旧及摊销 | 179.2 | 250.5 | 261.9 | 275.6 | 市净率(X) | 1.5 | 1.1 | 1.0 | 0.8 |
| 少数股东权益 | 3,179.0 | 5,282.7 | 5,722.8 | 5,779.7 | EV/EBITDA(X) | 7.2 | 5.5 | 1.9 | NM |
| 运营资本增减 | (16,007.5) | (6,483.9) | 78,404.2 | 85,436.9 | 股息收益率(%) | 4.0 | 5.4 | 6.6 | 7.5 |
| 其它 | (545.4) | (781.6) | 2,056.8 | 5,070.5 | | | | | |
| 经营活动产生的现金流 | 1,923.9 | 16,705.6 | 109,147.5 | 122,252.5 | 核心估值 | 12/13 | 12/14E | 12/15E | 12/16E |
| 资本开支 | (2,439.4) | (313.5) | (394.8) | (439.9) | 核心利润(Rmb mn) | 15,118.6 | 18,437.9 | 22,701.7 | 25,689.8 |
| 收购 | (7,046.4) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 每股核心盈利(Rmb) | 1.37 | 1.67 | 2.06 | 2.33 |
| 剥离 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 核心净资产回报率(%) | 21.5 | 22.0 | 22.8 | 21.9 |
| 其它 | 1,531.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 核心总资产回报率(%) | 3.5 | 3.7 | 4.2 | 4.3 |
| 投资活动产生的现金流 | (7,954.4) | (313.5) | (394.8) | (439.9) | 核心平均运用资本回报率(%) | 15.7 | 16.9 | 25.6 | 93.5 |
| 支付股息的现金(普通股和优先股) | (1,980.9) | (4,516.1) | (5,531.4) | (6,810.5) | 核心市盈率(X) | 7.4 | 5.6 | 4.6 | 4.0 |
| 借款增减 | 3,514.3 | 4,687.2 | 0.0 | 0.0 | 核心股息支付率(%) | 29.9 | 30.0 | 30.0 | 30.0 |
| 普通股发行(回购) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 每股核心盈利增长率(%) | 20.2 | 22.0 | 23.1 | 13.2 |
| 其它 | (3,590.4) | 503.7 | 802.6 | 859.6 | | | | | |
| 筹资活动产生的现金流 | (2,057.0) | 674.8 | (4,728.8) | (5,950.9) | | | | | |
| 总现金流 | (8,087.5) | 17,067.0 | 104,023.8 | 115,861.6 | | | | | |

注: 最后一个实际年度数据可能包括已公布和预测数据。
资料来源: 公司数据、高盛研究预测

对此报告有贡献的分析师

王逸, CFA

yi.wang@ghsl.cn

杜茜

jacqueline.du@ghsl.cn

信息披露附录

分析师申明

本人, 王逸, CFA, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述公司或其证券的个人看法。此外, 本人薪金的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用数种方法综合计算而成, 以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化, 但标准方法如下:

增长是下一年预测与当前年度预测的综合比较, 如每股盈利、EBITDA 和收入等。**回报**是各项资本回报指标一年预测的加总, 如 CROCI、平均运用资本回报率及净资产回报率。**估值倍数**根据一年预期估值比率综合计算, 如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。**波动性**根据 12 个月的历史波动性计算并经股息调整。

Quantum

Quantum 是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库, 它可以用于对单一公司的深入分析, 或在不同行业和市场公司之间进行比较。

GS SUSTAIN

GS SUSTAIN 是侧重于长期做多建议的相对稳定的全球投资策略。GS SUSTAIN 关注名单涵盖了我们认为相对于全球同业具有持续竞争优势和出色的资本回报、因而有望在长期内表现出色的行业领军企业。我们对领军企业的筛选基于对以下三方面的量化分析: 现金投资的现金回报、行业地位和管理水平(公司管理层对行业面临的环境、社会和企业治理方面管理的有效性)。

信息披露

相关的股票研究范围

王逸, CFA: 中国房地产行业。杜茜: 中国房地产行业。

中国房地产行业: 雅居乐房产、首开股份、招商局置地、招商地产 A、招商地产 B、中海海洋、中国海外、华润置地、万科(A)、万科(H)、碧桂园、易居中国、恒大地产集团、方兴地产、金地集团、绿城房产、富力地产、中南建设、合景泰富、乐居、龙湖地产、保利置业、保利地产、荣盛发展、世茂股份、华侨城、世联行、世茂房地产、瑞安房地产、远洋地产、SOHO 中国、融创中国、仁恒置地。

与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司(“高盛高华”)与北京高华证券有限责任公司(“高华证券”)投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

高盛高华在今后 3 个月中预计将从下述公司获得或寻求获得投资银行服务报酬: 万科(A) (Rmb9.38)

公司评级、研究行业及评级和相关定义

买入、中性、卖出: 分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会根据 25-35% 的股票评级为买入、10-15% 的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单; 但是, 在某一特定行业买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。地区强力买入或卖出名单是以潜在回报规模或实现回报的可能性为主要依据的投资建议。

潜在回报: 代表当前股价与一定时间范围内预测目标价格之差。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究行业及评级: 分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及 / 或估值对研究对象的投资前景的看法。**具吸引力(A):** 未来 12 个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及 / 或估值。**中性(N):** 未来 12 个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及 / 或估值持平。**谨慎(C):** 未来 12 个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及 / 或估值。

暂无评级(NR): 在高盛高华于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时并在某些其他情况下, 投资评级和目标价格已经根据高华证券的政策予以除去。**暂停评级(RS):** 由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标, 或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制, 我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效, 因此投资者不应依赖该等资料。**暂停研究(CS):** 我们已经暂停对该公司的研究。**没有研究(NC):** 我们没有对该公司进行研究。**不存在或不适用(NA):** 此资料不存在或不适用。**无意义(NM):** 此资料无意义, 因此不包括在报告内。

一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息, 但我们不保证该信息的准确性和完整性, 客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究, 但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外, 绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华是高华证券的关联机构, 从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报中涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高华证券销售人员和交易员在内的我们的客户讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师和信贷分析师，将不时地对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在任何要约出售股票或征购购买股票要约的行为为非法的地区，本报告不构成该等出售要约或征购购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

投资者可以向高华销售代表取得或通过 <http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> 取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在高华客户网上并向所有客户同步提供。高华未授权任何第三方整合者转发其研究报告。有关某特定证券的研究报告、模型或其它数据，请联络您的销售代表。

北京高华证券有限责任公司版权所有 © 2014 年

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。