



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：S1300512080002
(8621) 2032 8519
shixin.tian@bocichina.com

万科三季报点评：前3季度 净利增5%，4季度竣工发力

前3季度净利同比增长5%，全年结算集中在4季度

2014年前3季度，万科(000002.CH/人民币 9.09, 买入; 2202.HK/港币 14.46, 谨慎买入)实现营业收入631亿元，同比微降0.4%；净利润65亿元，同比增长5%；合每股收益0.59元；毛利率和净利率为30.1%与10.2%，分别较去年同期下降2.1和提高0.5个百分点。其中，房地产结算收入616亿元，同比下降1%；结算均价11,116元/平米，同比增长3%。

业绩主要影响因素：1) 竣工节奏偏后、当期结算偏少，前3季度竣工仅占比全年计划45%，较去年下降6个百分点，但4季度竣工量加大，预计全年基本持平于14%的增长目标，因而全年结算稳定增长无忧；2) 前3季度毛利率略有下滑，预计4季度将略有改善；3) 投资收益16.3亿，同比增长216%，预计在“小股操盘”轻资产运营模式的推广下，投资收益增长将是常态。

前3季度销售领先行业，调整供货结构、确保适销对路

前3季度，销售金额1,491亿元，相当于我们全年预测销售收入的71%，好于同期16家主要房企64%的平均完成率，同比增长16%，涨幅较8月扩大1个百分点，并好于同期16家主要房企同比增长10%的水平；累计销售均价11,795元/平米，同比增长1%。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，报告期末，公司已售未结算金额1,903亿元，较年初增长32%，并分别锁定了我们对2014-15年房地产预测收入的100%和83%。

拿地方面，前3季度公司拿地226亿元，占比当期销售15%，较11-13年40%、38%和63%呈现大幅下降，目前土地市场价格未明显调整之际，公司拿地仍趋于谨慎；开发方面，前3季度开工面积1,367万平米，与去年持平，完成全年计划的61%，鉴于市场持续调整，公司适当调整部分项目的设计方案，因而导致今年开工将略低于全年5%的增长计划，但此类调整有助于公司保持市场竞争力和合理的供货、库存结构。

财务状况良好，期间费用率略增

报告期内，公司继续坚持现金为王的策略，财务、资金状况都保持在良好状态。截至报告期末，公司持有货币资金人民币487亿元，较年初增加人民币44亿元，并远高于短债合计200亿元；资产负债率79.6%，剔除预收账款后仅为41.3%，净负债率为26.2%，较年初下降4.4个百分点，继续保持在行业较低水平。

报告期末，三项费用率较去年同期略增0.4个百分点至8.3%，其中，管理费用率、销售费用率和财务费用率分别提升0.4、提升0.3和下降0.3个百分点至4.1%、3.3%和1.0%。

维持万科 A 股买入评级、H 股谨慎买入评级

万科前 3 季度因结算节奏偏后而净利润仅同比增长 5%，不过由于全年结算集中在 4 季度，预计公司全年业绩获得 12% 的增长应无忧；在行业供需临近拐点之际，公司放权城市公司，强调互联网思维，并鼓励进行营销创新，抢占市场份额，提高市占率，公司 9 月单月销售额创下历史次高，前 9 月合计实现销售 1,491 亿元，同比增长 16%，优于行业同期销售表现，并持续受益于行业集中度的提升；此外，近期公司联手凯雷开发商业地产、并学习凯德模式，有望打通商业地产经营正向循环，另一方面，在全面开展事业合伙人制度之后，事业合伙人持续增持，实现公司与员工利益捆绑，提高管理层的工作热情和创造力，并将激发管理层市值管理的动力，促使公司股价预期更加稳定。我们维持公司 2014-15 年每股收益预期分别为 1.70 元和 2.05 元，维持 A 股**买入**评级、H 股**谨慎买入**评级。

图表 1. 万科 2014 年前 3 季度业绩摘要

(人民币, 百万)	2013 年前 3 季度	2014 年前 3 季度	同比变动(%)
营业收入	63,415	63,140	(0)
营业成本	(43,031)	(44,157)	3
营业税	(5,852)	(5,730)	(2)
毛利润	14,533	13,253	(9)
其他收入	(49)	(56)	13
销售费用	(2,322)	(2,575)	11
管理费用	(1,881)	(2,093)	11
营业利润	10,281	8,529	(17)
投资收益	515	1,632	217
财务费用	(825)	(603)	(27)
营业外收支	31	273	794
税前利润	10,001	9,831	(2)
所得税	(2,524)	(2,226)	(12)
少数股东权益	(1,317)	(1,147)	(13)
归属上市公司股东净利润	6,160	6,458	5
主要比率(%)			百分点变动
含税毛利率	23	21	(2)
经营利润率	16	14	(3)
净利率	10	10	1

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，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，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本人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，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
西单北大街 110 号 7 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