

2015年4月1日

王睿哲
C0062@capital.com.tw

目标价(元/港元) 16/22

公司基本资讯

产业别	房地产		
A 股价(2015/03/31)	13.82		
深证成指(2015/03/31)	13160.66		
股价 12 个月高/低	14.91/7.26		
总发行股数(百万)	11045.65		
A 股数(百万)	9711.71		
A 市值(亿元)	1526.51		
主要股东	华润股份有限公司(14.91%)		
每股净值(元)	7.99		
股价/账面净值	1.73		
股价涨跌(%)	一个月	三个月	一年
	13.3	-0.6	80.4

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2014-03-04	12.2	买入

产品组合

房地产开发与经营	97.9%
房地产管理业及其他	2.1%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	16.0%
一般法人	18.1%

股价相对大盘走势



万科(000002/02202. HK)

Buy 买入

结转保守, 净利润同比增长 4.2%

结论与建议:

公司发布 2014 年年报, 公司净利润同比增长 4.2%, 低于我们的预期。我们认为公司净利润增速不及预期主要是由于公司今年结算偏保守所致。而反观销售情况, 依然维持高速增长: 公司全年实现销售金额 2151 亿元, 同比增长 26%, 在同业中处于领先地位。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。

- 公司业绩:** 公司 2014 共实现营业总收入 1463.8 亿元, 同比增长 8.1%; 实现归属于上市公司股东的净利润 157.5 亿元, 同比增长 4.15%; 基本每股收益 1.43 元。公司业绩低于预期。公司再次提高分红比例至 35.1% (同比提升 5.2 个百分点), 拟每 10 股派发现金红利 5 元 (含税), 股息率为 3.6%。分季度来看, 公司 Q4 共实现营收 832.5 亿, 同比增长 7.9%, 实现净利润 92.9 亿, 同比增长 3.7%。
- 结算量偏少, 毛利率随大势下降:** 公司全年房地产业务实现营收 1435 亿元, 同比增长 8.09%, 相对于公司 2013 年、2014 年销售金额分别同比增长 21% 和 26% 的增速来看, 结算量偏少。而公司已售未结转金额为 1946 亿元, 同比提升 20%, 是公司 2014 年营收的 1.36 倍, 公司可结转资源较为丰富。公司全年综合毛利率受行业大势影响, 同比下降 1.5 个百分点至 29.9%, 但仍维持在在一个相对较高的水平。
- 投资收益大幅增长, 物业业务将加速发展:** 公司 2014 年共实现投资收益 41.6 亿元, 同比大幅增长 313.8%, 公司“小股操盘”的经营模式成效显著。公司物业服务目前已覆盖中国大陆 61 个大中城市, 合同管理面积 1.03 亿平方米。2014 年物业服务业务实现营收 19.9 亿元, 同比增长 35.1%。我们认为在公司“三好住宅”+“城市配套服务商”的定位以及对互联网技术的运用下, 公司物业业务将会加速发展。
- 销售领先同业, 政策放松将助力销售继续高速增长:** 公司 2014 年共实现销售面积 1,806.4 万平, 销售金额 2,151.3 亿元, 同比分别增长 21.2% 和 25.9%, 公司销售业绩在行业内处于领先地位。并且, 公司在全国的市占率也由 2013 年年末的 2.09% 提升至了 2.82%。3 月 30 日, 国家将首套房及二套房首付分别降低至 2 成和 4 成 (原分别为 3 成和 6-7 成), 首置及改善性需求的购房门槛被直接降低。公司目前中小户型占比在 9 成以上, 该项政策将会直接利好公司的新房销售, 我们认为公司 2015 年销售将会继续高速增长。
- 公司财务状况稳健, 助力“城市服务配套商”转型:** 截至报告期末, 公司共有货币资金 672.2 亿元, 同比增长 41.4%。剔除预收账款后, 公司其它负债占总资产的比例为 41.5%, 较 2013 年年末下降 4.08 个百分点。公司的净负债率则是大幅下降 25.27 个百分点至 5.41%。我们认为公司充沛的资金以及优良的财务状况将会助力公司“城市配套服务商”的转型发展。
- 盈利预测与投资建议:** 由于公司结转较为保守, 我们下修了对公司的盈利预测。预计公司 2015、2016 年净利润将达到 172 亿元和 196 亿元, YOY 增长 9.1% 和 14%, EPS 1.56 元和 1.78 元, A 股对应 PE 为 8.9 倍和 7.8 倍, PB 1.6 倍; H 股对应 PE 为 9.3 倍和 8.2 倍 PB 1.7 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		2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	12551	15119	15745	17176	19580
同比增减	%	30.4%	20.5%	4.1%	9.1%	14.0%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.14	1.37	1.43	1.56	1.78
同比增减	%	30.4%	20.2%	4.1%	9.1%	14.0%
A 股市盈率 (P/E)	X	12.1	10.1	9.7	8.9	7.8
H 股市盈率 (P/E)		12.7	10.6	10.2	9.3	8.2
股利 (DPS)	RMB 元	0.16	0.41	0.5	0.8	0.9
股息率 (Yield)	%	1.16%	2.97%	3.62%	5.53%	6.30%

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	153514	180055
经营成本	43228	65422	92798	102532	120223
营业税金及附加	7779	10916	11545	14384	17105
销售费用	2557	3056	3865	4452	5348
管理费用	2578	2780	3003	3684	4645
财务费用	510	765	892	1105	1422
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	28479	32622
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	28550	32726
所得税	4206	5408	5993	7280	8509
少数股东损益	1975	3111	3179	3892	4529
归属于母公司所有者的净利润	9625	12551	15119	17378	19688

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	6602	6962
存货	208335	255164	331133	366598	423073
流动资产合计	282647	362774	442047	489997	555602
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	556305	630562
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	32436	36964
股东权益合计	52968	63826	76896	88766	102947
负债及股东权益合计	296208	378802	479205	556305	630562

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,不对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。