

吴剑雄

执业证书编号: S0730511010007

021-50588666-8033

wujx@ccnew.com

## 销售为本, 积极探索白银时代地产发展之路

### ——万科(000002) 2014 年报点评

## 证券研究报告-点评报告

## 买入(维持)

发布日期: 2015 年 4 月 1 日

### 报告关键要素:

万科14年业绩增速为近年来较低水平, 但是其14年销售保持了较快增长, 全国市占率进一步提高, 其15年已售未结资源充裕。公司积极顺应互联网时代和房地产白银时代到来, 积极“城市配套服务商”转变, 推行事业合伙人制度, 这对于规模巨大的行业龙头万科的未来发展至关重要。我们维持公司“买入”投资评级。

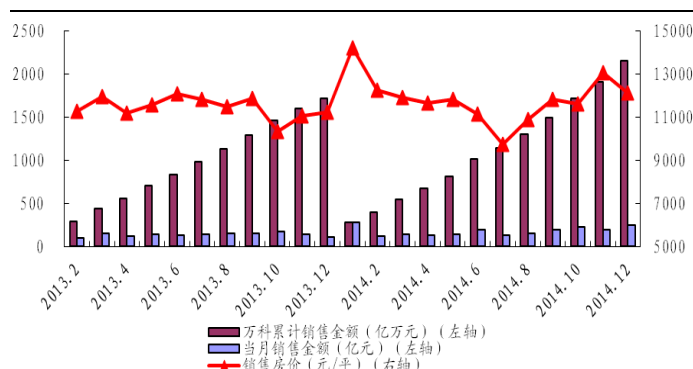
### 事件:

万科公布了2014年年报。2014年度, 公司营业收入为1,463.9亿元, 较2013年的1,354.2亿元上升8.1%; 归属于股东的净利润为157.5亿元, 较2013年的151.2亿元增长4.2%; 基本每股收益为1.43元, 较2013年的1.37元增长4.15%。每10元派5元红利。

### 点评:

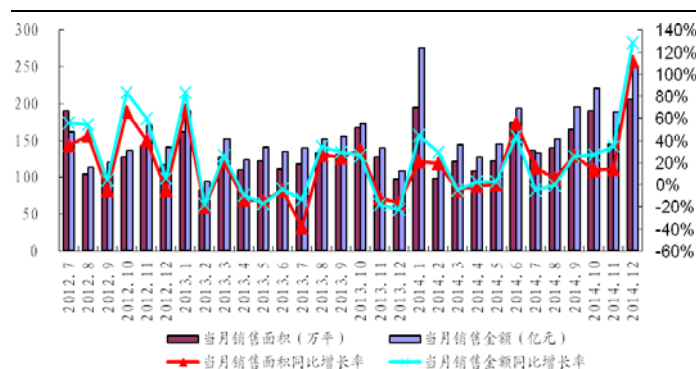
1、14年销售增长较快, 全国市占率达到2.83%。2014年公司实现销售面积1,806.4万平方米, 销售金额2,151.3亿元, 同比分别增长21.2%和25.9%, 按2014年全国商品房销售金额76,292.4亿元计算, 公司在全国的市场占有率为2.82%, 较2013年提升了0.73个百分点。2014年公司产品延续了以中小户型普通商品房为主的特征, 所销售的住宅中, 144平方米以下的户型占比超过90%。

图 1: 万科近 2 年销售金额及房价



资料来源: 中原证券研究所、Wind

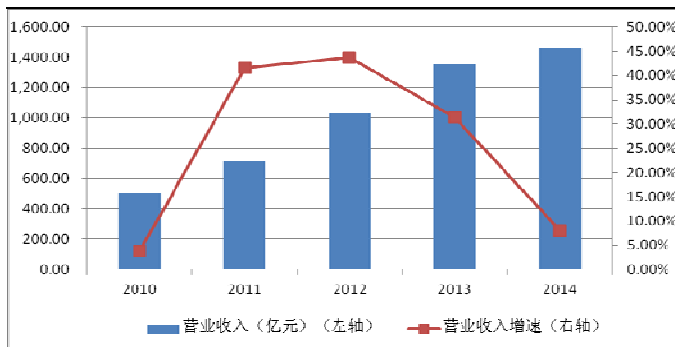
图 2: 万科单月销售及增速



资料来源: 中原证券研究所、Wind

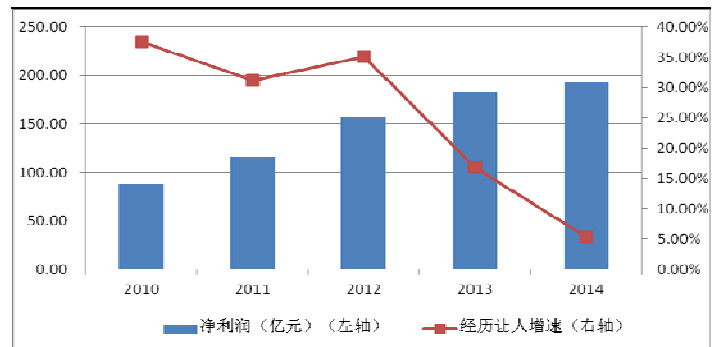
2、业绩增速因为结算原因降至近年来低位, 已售未结资源增加。公司14年销售增速较快, 但是结算较少, 2014年, 公司房地产项目结算面积1,259.0万平方米, 同比增长2.3%; 结算收入1,435.3亿元, 同比增长8.1%。14年末, 公司合并报表范围内有1,670.0万平方米已售资源未竣工结算, 合同金额合计约1,946.0亿元, 较2013年末分别增长16.2%和19.9%。

图 3: 万科近 5 年营业收入及增速



资料来源: 中原证券研究所、Wind

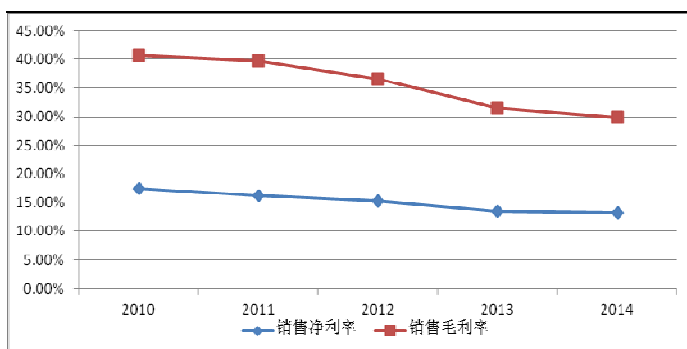
图 4: 万科近 5 年净利润及增速



资料来源: 中原证券研究所、Wind

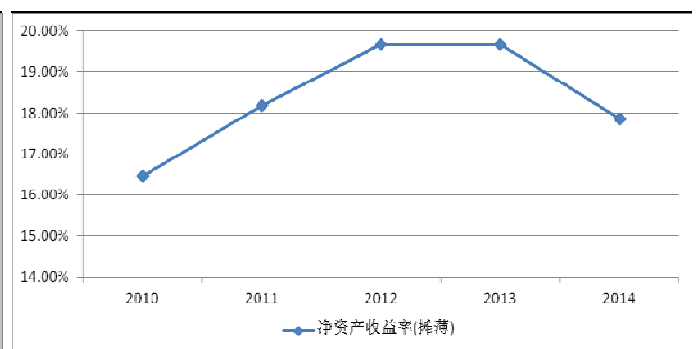
3、毛利率有所下滑，但是ROE仍旧保持在高位。受市场调整、行业竞争以及地价占比日益提升的影响，房地产行业的利润率普遍有所下降。2014年，公司房地产业务的结算毛利率为20.76%，比上年减少1.55个百分点；结算净利率为11.41%，较2013年下降0.60个百分点。公司在利润率下降的背景下，仍然保持了较高的净资产收益率。2012-2013年，公司全面摊薄的净资产收益率达到19.66%，为多年来历史高位，体现了万科质量效益型增长思路。

图 5: 万科近几年毛利率有所下滑



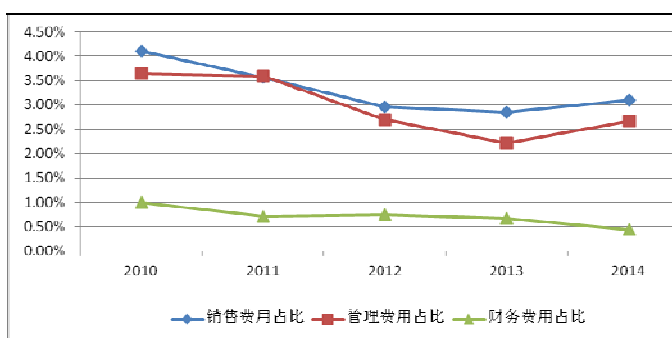
资料来源: 中原证券研究所、Wind

图 6: 万科近几年 ROE 保持较高水平



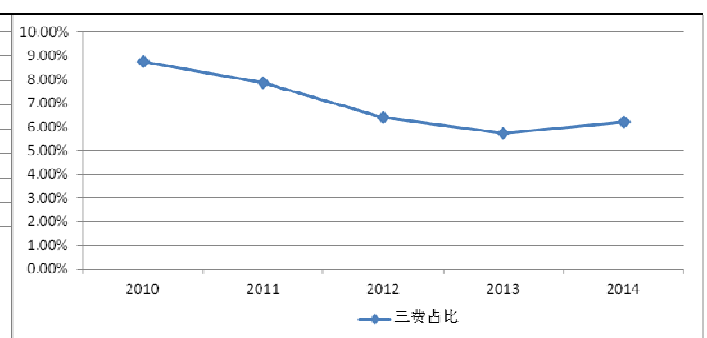
资料来源: 中原证券研究所、Wind

图 7: 万科三费分别占比



资料来源: 中原证券研究所、Wind

图 8: 万科三费综合占比



资料来源: 中原证券研究所、Wind

**4、公司储备资源规模适度。**2014年，公司新增加开发项目41个，按万科权益计算的占地面积约206万平方米，对应的规划建筑面积约591万平方米，平均楼面地价约4,372元/平方米。至2014年末，公司在大陆拥有417个主要开发项目，在建项目权益建筑面积合计约2,776万平方米，规划中项目权益建筑面积合计约3,801万平方米。

**5、公司资金充裕，无短期偿债压力。**(1)公司坚持积极销售、审慎投资，资金状况良好。年内，公司以现金流为核心加强运营管控，实现经营性现金流净额417.2亿元，资金实力进一步增强。14年底，公司共有货币资金627.2亿元，较2013年底大幅增加41.36%。(2)负债结构合理。截至2014年底，公司有息负债合计689.8亿元，占总资产的比例为13.57%，较2013年底减少2.44个百分点。公司有息负债中，银行借款占比为39.94%，应付债券占比为16.83%，其他借款占比为43.23%。公司有息负债中，固定利率负债占比16.83%，浮动利率负债占比83.17%。14年末，公司有息负债中短期借款和一年内到期的有息负债合计228.3亿元，占总体有息负债的比例为33.10%；一年以上有息负债461.5亿元，占总体有息负债的比例为66.90%。

**6、公司资产负债率降低。**报告期末，剔除并不构成实际偿债压力的预收账款后，公司其它负债占总资产的比例为41.46%，较2013年底下降4.08个百分点。由于货币资金大幅增长，公司净负债率（有息负债减去货币资金，除以净资产）为5.41%，较2013年底下降25.27个百分点，为2006年以来最低水平。

**7、公司发展战略转型进一步落实。**顺应房地产行业白银时代到来和互联网发展潮流，万科积极在战略上转型。(1)向城市配套服务商转型。“和城市同步发展”是公司的一贯策略。近年来，随着人口、产业结构的变化以及社会生活方式的日益丰富，新的物业需求不断涌现。公司顺应城市发展的方向，从传统的住宅开发商向“城市配套服务商”转变，积极寻求和拓展新的商业机会。(2)公司大力推进事业合伙人制度变革，进一步激发经营管理团队的主人翁意识、工作热情和创造力，为经营转型提供管理机制的支持。项目跟投机制和事业合伙人持股计划在14年取得了重大进展。

**8、盈利预测及估值。**预计公司2015-2016年的营业收入分别为1660.77亿元和1884.97亿元，归属母公司股东净利润为180.45亿元和209.43亿元，每股收益分别为1.63元和1.90元。2015年3月31日股价（13.82元）对应的市盈率分别为8.45倍和7.28倍。政策开始刺激房地产政策，预计15年楼市销售将会取名显著增长，而万科无论销售能，管理能力，还是对楼市白银时代房地产企业探索，都居龙头地位，我们维持公司“买入”投资评级。

**9、风险提示。**(1)楼市销售不达预期的经营性风险；(3)估值的系统性风险。

附表1:

资产负债表				利润表			
	2014A	2015E	2016E		2014A	2015E	2016E
流动资产	464805.70	569417.81	652611.40	营业收入	146388.00	166077.19	188497.61
现金	62715.25	58127.02	65974.16	营业成本	102557.06	116004.92	132033.15
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	营业税费	13166.75	15559.34	16894.76
应收票据	0.00	0.00	0.00	销售费用	4521.89	4930.77	5599.53
应收款项	50818.54	46766.70	57215.66	管理费用	3902.62	4196.04	4655.86
存货	317726.38	408600.15	448413.05	财务费用	640.84	747.35	848.24
其他	33545.53	55923.95	81008.52	资产减值损失	789.76	70.26	85.95
非流动资产	43603.06	39897.82	46758.19	公允价值变动收	0.57	3.67	5.09
长期股权投资	19233.66	12303.82	14058.32	投资收益	4159.26	4709.26	5259.26
固定资产	2308.35	4206.41	5337.80	营业利润	24979.36	29278.36	33643.05
无形资产	877.55	833.67	791.99	营业外收入	351.87	205.16	225.33
其他	21183.50	22553.92	26570.09	营业外支出	78.86	85.22	84.46
资产总计	508408.76	609315.63	699369.59	利润总额	25252.36	29398.30	33783.92
流动负债	345654.03	431157.24	494532.35	所得税	5964.84	7247.58	8214.85
短期借款	2383.07	59526.89	98697.90	净利润	19287.52	22150.72	25569.08
应付帐款	67047.20	78446.45	88867.72	少数股东权益	3542.07	4105.54	4625.70
预收帐款	181749.34	182733.80	183854.82	归属母公司净利	15745.45	18045.18	20943.37
其他	94474.42	110450.10	123111.91	EPS (元)	1.43	1.63	1.90
长期负债	46861.11	40675.87	41785.65				
长期借款	34536.71	33536.71	32536.71	主要财务比率			
其他	12324.40	7139.16	9248.93		2014A	2015E	2016E
负债合计	392515.14	471833.10	536317.99	每股指标			
股本	11037.51	11037.51	11037.51	每股收益	1.43	1.63	1.90
资本公积金	8493.63	8493.63	8493.63	每股经营现金	1.69	-0.36	0.71
未分配利润	41992.84	60038.02	80981.39	每股净资产	7.94	9.57	11.47
少数股东权益	27729.05	31834.59	36460.29	增长率			
母公司所有者权益	87602.75	105647.94	126591.31	营业收入增长率	8.10%	13.45%	13.50%
负债及权益合计	508408.76	609315.63	699369.59	营业利润增长率	2.96%	17.21%	14.91%
				净利润增长率	4.15%	14.61%	16.06%
				获利能力			
				毛利率	29.94%	30.15%	29.96%
				净利率	10.76%	10.87%	11.11%
				ROE	17.97%	17.08%	16.54%
				ROIC	12.42%	9.39%	8.62%
				偿债能力			
				资产负债率	64.42%	67.47%	66.02%
				流动比率	1.34	1.32	1.32
				速动比率	0.43	0.37	0.41
				营运能力			
				资产周转率	0.30	0.30	0.29
				存货周转率	0.32	0.32	0.31
				应收帐款周转率	58.87	63.59	53.75
				估值比率			
				PE	9.66	8.45	7.28
				PB	1.74	1.44	1.20

现金流量表			
	2014A	2015E	2016E
经营活动现金流	41724.82	-68605.68	-31657.33
净利润	19287.52	22150.72	25569.08
资产减值准备	789.76	70.26	85.95
折旧摊销	376.03	229.26	305.33
财务费用	640.84	747.35	848.24
投资收益	4159.26	4709.26	5259.26
营运资金变动	0.00	-87093.43	-53203.00
投资活动现金流	-3487.37	10374.84	430.06
资本支出	0.00	-1100.00	-1100.00
其他投资	-3487.37	11474.84	1530.06
筹资活动现金流	-19617.25	54203.84	39070.75
借款变动	0.00	-2192.63	747.98
其他	-19617.25	56396.47	38322.77
现金净增加额	18620.20	-4027.00	7843.48

资料来源: 公司报表、中原证券

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

### 免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

### 转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。