

2014年08月18日

万科 A (000002) 中报点评

——已售未结创新高、轻资产运营或成新常态

报告原因：有业绩公布需要点评

买入

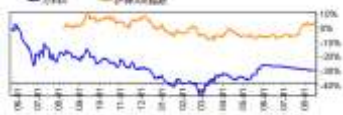
维持

市场数据:	2014年08月15日
收盘价(元)	9.4
一年内最高/最低(元)	10.45/6.52
上证指数/深证成指	2227/7982
市净率	1.4
息率(分红/股价)	4.36
流通A股市值(百万元)	90882

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2014年06月30日
每股净资产(元)	6.98
资产负债率%	78.93
总股本/流通A股(百万)	11015/9668
流通B股/H股(百万)	-/1315

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《万科 A(000002)——H 股上市新动能、制度护航新征程》 2014/06/24
 《万科 A(000002)——市场正在筑底，期待 6 月回升》 2014/06/04

证券分析师

韩思怡 A0230513060002
hansy@swsresearch.com

研究支持

陈天诚 A0230113080001
chentc@swsresearch.com

联系人

齐东
 (8621)23297818x7260
qidong@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号
 电话：(8621) 23297818
 上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测:

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	135,419	31	15,119	21	1.37	31.5	19.7	7	5
2014H1	40,962	-1	4,809	6	0.44	30.9	6.3		
2014E	167,218	23	18,051	19	1.64	33	21	6	
2015E	206,980	24	20,718	15	1.88	32	21	5	
2016E	233,108	13	24,105	16	2.19	32	22	4	

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；

投资要点:

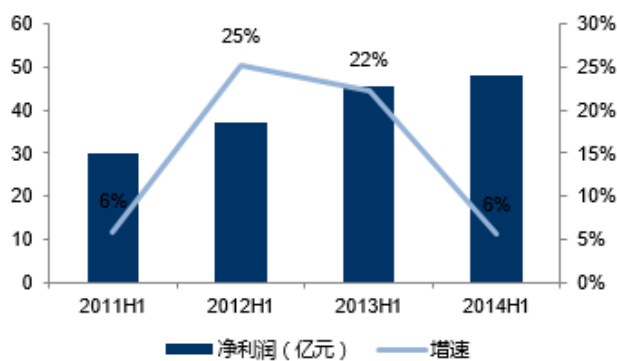
- 公司公布 14 年中报，公司 1-6 月份，实现营业收入 409.62 亿元，同比微减 1.04%；净利润 48.09 亿元，同比增长 5.55%；每股收益 0.44 元/股，同比增长 6.59%。
- 半年销售首破千亿，已售未结资源创新高。公司上半年累计实现销售金额 1009.1 亿元，历史上首次半年度销售金额破千亿，由于销售快于结算，公司上半年共有 1747.4 万方已售未结资源，已售未结金额约 2027.6 亿元创历史新高，公司上半年仅竣工 398.3 万方，占全年计划的 26.9%，公司竣工结算资源集中在下半年，全年业绩增长有保证。
- 毛利率略有下滑，净利率上升，负债结构有所优化。受制于全国房价的下行，公司上半年销售均价 11144 元/平米，同比下降 7.8%，毛利率由去年 33.6% 下降为 30.9%，今年二季度毛利率 28.2%，环比一季度大幅下降 11.7 个百分点。受益于轻资产运营，公司净利率则由去年同期的 12.9% 上升至 13.4%。此外，公司的负债结构也有所优化，剔除预收账款的负债率和净负债率分别为 66.99% 和 50.11%，较去年同期下降 0.73 和 4.70 个百分点。
- 投资权益比例创新低，轻资产运营或成新常态。公司上半年新增 19 个项目，权益建筑面积 264 万方，平均楼面地价 3665 元/平米，平均权益比例 66% 创历史新低，其中 4 个项目权益比例低于 50%，6 个项目权益比例为 50% 或 51%。公司上半年投资收益 13.1 亿元，同比增长 238%，公司积极推广的“小股操盘”轻资产运营模式或许将成为未来新常态，较高的投资收益将是经常性的，这一模式将提升公司的投资回报率，减少对股权融资的依赖性。
- 投资建议：今年是公司的变革之年，上半年公司在事业合伙人、小股操盘、H 股上市等制度创新上取得突破，轻资产运营或成新常态，未来的发展将更持久稳健，公司半年销售首破千亿、已售未结资源丰富，维持盈利预测和“买入”评级。公司上半年半年销售首破千亿、已售未结资源丰富，维持公司 14 年销售额 2000 亿的预测，维持公司 14-16 年 EPS 分别为 1.64、1.88、2.19 元的预测，对应 PE 别为 6X、5X、4X，维持“买入”评级。

1. 公司上半年经营情况

1.1 公司上半年销售创历史记录

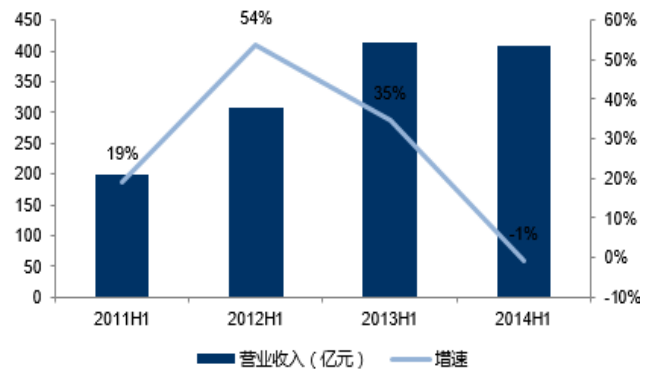
公司上半年累计实现销售面积 821.2 万平方米，销售金额 1009.1 亿元，同比分别增长 14.6% 和 20.6%，历史以来首次突破千亿。但同时，公司实现营业收入 409.62 亿元，同比微减 1.04%，主要原因是公司上半年竣工量小，约占全年 27%，预计下半年竣工计划将按时完成，公司上半年共有 1747.4 万方已售未结资源，已售未结金额约 2027.6 亿元创历史新高，下半年业绩有保障。

图 1：上半年净利润同比增 6%



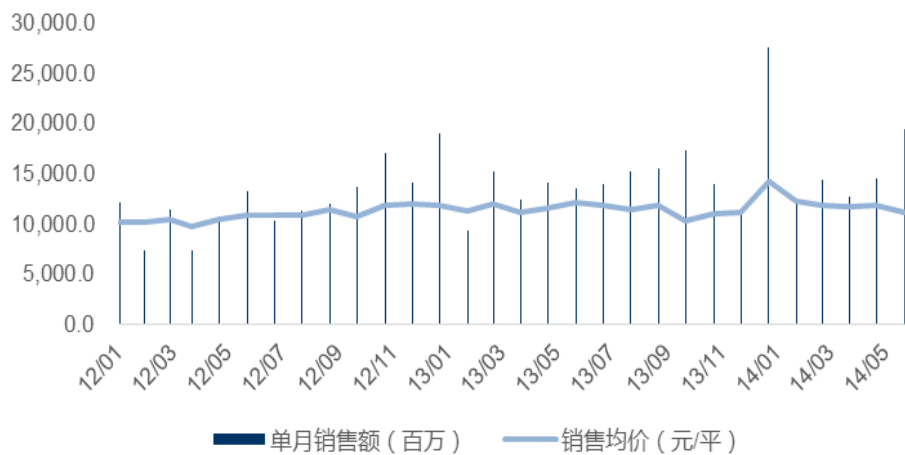
资料来源：WIND、申万研究

图 2：结算收入同比减 1%



资料来源：WIND、申万研究

图 3：公司上半年销售金额首破千亿



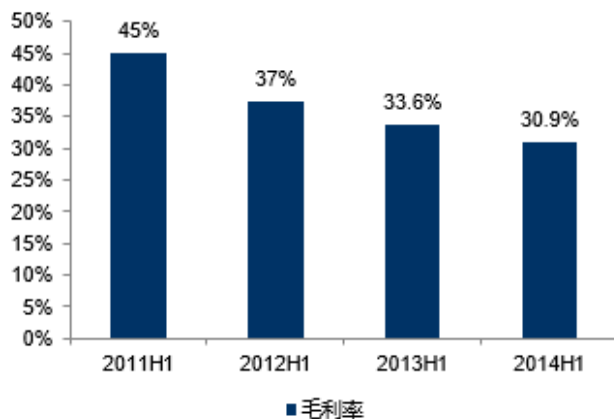
资料来源：公司公告、申万研究

1.2 公司毛利率略有下滑，净利率则有所提升

受制于全国房价的下行，公司上半年销售均价 11144 元/平米，同比下降 7.8%，毛利率由去年 33.6% 下降为 30.9%，今年二季度毛利率 28.2%，环比一季度大幅下降 11.7

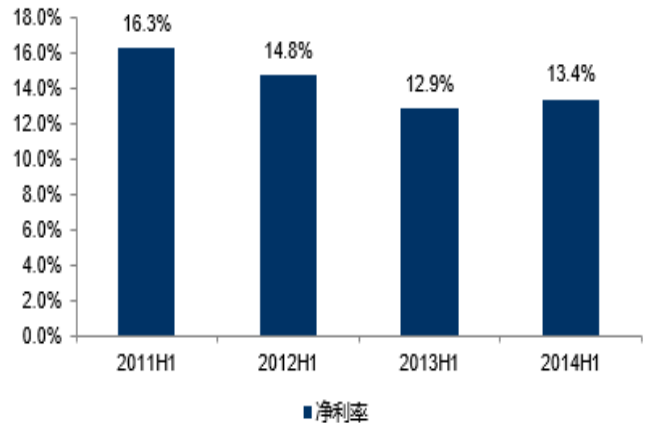
个百分点。受益于轻资产运营，公司净利率则由去年同期的12.9%上升至13.4%。

图4：公司上半年毛利率有所下降



资料来源：WIND、申万研究

图5：公司净利率有所提升

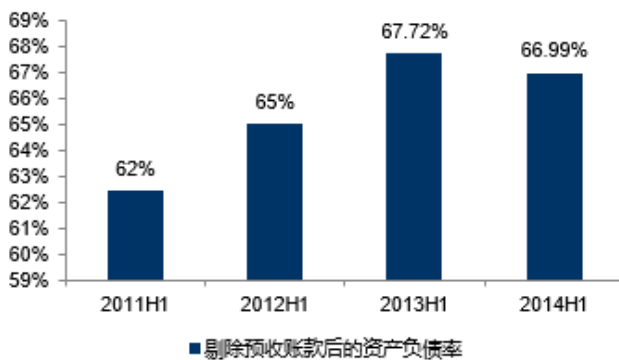


资料来源：WIND、申万研究

1.3 公司负债结构有所优化

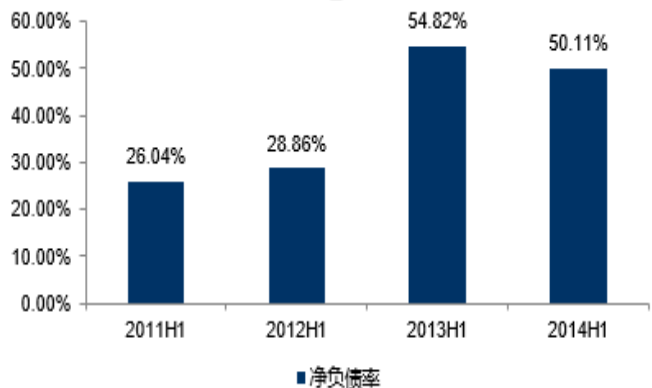
公司上半年剔除预收账款的负债率和净负债率分别为66.99%和50.11%，较去年同期下降0.73和4.70个百分点。公司净负债优化的一个原因是现金增加较多，14年上半年现金429亿，同比增长14%。

图6：公司上半年负债率略有下降



资料来源：WIND、申万研究

图7：公司上半年净负债率50.11%



资料来源：WIND、申万研究

1.4 公司投资权益比例创新低、轻资产运营成新常态

公司上半年新增19个项目，权益建筑面积264万方，平均楼面地价3665元/平米，平均权益比例66%创历史新低，其中4个项目权益比例低于50%，6个项目权益比例为50%或51%。公司积极推广的“小股操盘”轻资产运营模式或许将成为未来新常态，较高的投资收益将是经常性的。

表 1、公司投资权益比例 66%创新低

时间	总权益金额	总权益建筑面积	均价	总建筑面积	权益比例
2011年1-7月	17523	698	2510	1002	70%
2012年1-7月	8105	299	2715	396	75%
2013年1-7月	42995	1455	2956	1912	76%
2014年1-7月	11243	317	3543	480	66%

资料来源：申万研究

表 2、公司上半年拿地情况

获取时间	地块名称	所在城市	权益比例	占地面积 万平方米	建筑面积 万平方米	地价款 百万元	权益面积 万平米	权益地价款 百万元	单位楼面价格 元
2014年1月	上海闵行旗忠项目(164地块)	上海	70%	8.1	19.4	1,412.90	13.6	989	7,282.80
2014年1月	西安环园中路项目	西安	100%	6.6	23	404	23	404	1,756.50
2014年1月	昆明金城南郡项目	昆明	50%	21.3	58	1,000.00	29	500	1,724.10
2014年2月	北京昌平七里渠项目	北京	50%	6.9	20.3	3,608.00	10.2	1,804.00	17,773.40
2014年2月	郑州魅力之城二期项目	郑州	51%	3.8	11.8	194.1	6	99	1,645.10
2014年3月	广州黄埔客运站项目	广州	70%	2.4	9.7	422.9	6.8	296	4,359.40
2014年3月	深圳龙岗三馆项目	深圳	100%	6.7	25.1	1,766.00	25.1	1,766.00	7,035.90
2014年3月	南昌时代广场项目	南昌	30%	8.4	29.3	1,136.70	8.8	341	3,879.40
2014年3月	南京溧水天生桥大道以北项目	南京	100%	21.9	52.5	1,100.00	52.5	1,100.00	2,095.20
2014年3月	北京顺义新城第28街区项目	北京	50%	2.3	4.1	378	2.1	189	9,219.50
2014年4月	深圳观澜九龙山项目	深圳	100%	6.1	14.6	850	14.6	850	5,821.90
2014年4月	上海青浦赵巷项目	上海	10%	9.6	9.8	1,010.00	1	101	10,306.10
2014年4月	大连朗润园后续项目	大连	100%	3.9	7.1	148	7.1	148	2,084.50
2014年4月	西安高家堡项目	西安	80%	11.5	47.7	950	38.2	760	1,991.60
2014年4月	郑州魅力之城项目第三期	郑州	51%	0.4	1.2	18.8	0.6	9.6	1,568.60
2014年5月	北京大兴黄村C2项目	北京	50%	4.7	9.5	764	4.8	382	8,042.10
2014年5月	沈阳化工厂A项目	沈阳	100%	5.2	15.5	545	15.5	545	3,516.10
2014年5月	南宁魅力之城项目	南宁	100%	10.4	33.3	448	33.3	448	1,345.30
2014年6月	上海奉贤申通地铁项目	上海	20%	4.4	8.8	585	1.8	117	6,662.90
2014年6月	廊坊2013-148(2号地块)项目	廊坊	50%	3.8	7.6	67.6	3.8	33.8	885.3
2014年6月	广州知识城项目	广州	20%	25.9	56	1,040.00	11.4	212.2	1,857.50

资料来源：公司公告、申万研究

2. 盈利预测表

利润表 (百万元、元)	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	71,783	103,116	135,419	167,218	206,980	233,108
二、营业总成本	56,716	83,023	112,162	138,257	173,367	193,525
其中：营业成本	43,228	65,422	92,798	112,147	141,605	157,860
营业税金及附加	7,779	10,916	11,545	15,050	18,628	20,980
销售费用	2,557	3,056	3,865	5,257	6,129	6,909
管理费用	2,578	2,780	3,003	4,852	5,884	6,632
财务费用	510	765	892	951	1,121	1,144
资产减值损失	65	84	60	0	0	0
加：公允价值变动收益	-3	-9	-1	0	0	0
投资收益	700	929	1,005	1,100	1,320	1,584
三、营业利润	15,763	21,013	24,261	30,060	34,932	41,167
加：营业外收入	76	145	119	103	111	111
减：营业外支出	34	88	89	59	67	72
四、利润总额	15,806	21,070	24,291	30,104	34,976	41,206
减：所得税	4,206	5,408	5,993	7,541	8,750	10,302
五、净利润	11,600	15,663	18,298	22,563	26,225	30,904
少数股东损益	1,975	3,111	3,179	4,513	5,507	6,799
归属于母公司所有者的净利润	9,625	12,551	15,119	18,051	20,718	24,105
六、基本每股收益	0.88	1.14	1.37	1.64	1.88	2.19
全面摊薄每股收益	0.88	1.14	1.37	1.64	1.88	2.19

资料来源：申万研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。