



大家之风 止于至善

——万科 A (000002) 2015 年年报点评

2016 年 03 月 14 日

强烈推荐/维持

万科 A

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号: S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031
梁小翠	分析师	执业证书编号: S1480115080094
	liangxc@dxzq.net.cn	010-66554023

事件:

1、3月14日公司公布2015年年报,报告期内,公司实现营业总收入1955.5亿元,同比增幅33.6%,归属于上市公司股东的净利润181.2亿元,同比增长15.1%;公司EPS为1.64元,同比增长14.8%;拟每10股派息7.2元。

2、万科3月13日发布的公告称,拟主要以新发行股份方式,收购深圳地铁集团所持有的目标公司的全部或部分股权,预计交易规模介于人民币400亿-600亿元之间,如果交易成功,未来深圳地铁集团将成为万科长期的重要股东。

公司分季度财务指标

指标	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4
营业收入(百万元)	31464.69	22177.69	83248.41	8894.34	41372.46	29329.41	115952.92
增长率(%)	14.87%	0.69%	15.62%	-6.35%	31.49%	32.25%	39.29%
毛利率(%)	28.20%	28.49%	29.85%	34.00%	29.69%	26.67%	29.55%
期间费用率(%)	5.69%	8.67%	4.56%	16.24%	3.92%	7.54%	3.52%
营业利润率(%)	15.38%	12.18%	18.52%	13.15%	18.25%	12.39%	17.91%
净利润(百万元)	3854.15	2112.52	11682.53	908.03	5881.46	2749.14	16410.81
增长率(%)	08.67%	-01.34%	07.97%	-44.58%	52.60%	30.14%	40.47%
每股盈利(季度,元)	0.30	0.15	0.84	0.06	0.38	0.18	1.02
资产负债率(%)	78.93%	79.58%	77.20%	77.91%	78.06%	78.78%	77.70%
净资产收益率(%)	3.65%	1.99%	10.08%	0.78%	4.99%	2.27%	12.04%
总资产收益率(%)	0.77%	0.41%	2.30%	0.17%	1.10%	0.48%	2.68%

观点:

- **营业收入和净利润同比均大幅增长。**2015年,公司实现营业收入人民币1955.5亿元,较2014年的人民币1463.9亿元上升33.6%;实现归属于股东的净利润人民币181.2亿元,较2014年的人民币157.5亿元增长15.1%,受小股操盘项目增多影响,远低于净利润增速的同比增长34.5%;公司毛利率20.16%,较2014年下降0.79个百分点,下跌幅度较小,但结合近五年的情况分析,仍然一定程度上反映出行业整体毛利率下降的趋势;2015年公司金额和面积分别为2615亿元和2067万平方米,销售均价显著提升5.6个百分点,

集中体现公司布局的一二线城市房价上涨效应, 总体来看, 公司2015年销售基本符合预期, 继续用业绩数据确认了其行业龙头的地位; 未扣除少数股东损益的净利润率13.27%, 较2014年上升0.09个百分点。公司基本每股收益为人民币1.64元, 较2014年的人民币1.43元增长14.8%。

表 1: 公司核心财务指标、变动情况及原因分析

(单位: 亿元、百分比)

项目	2014 年	2015 年	同比变动	原因分析
净利润	181.2	157.5	15.08%	营业收入大幅增长
营业收入	1955.5	1463.9	33.58%	项目结算周期
资产负债率 (%)	77.70%	77.20%	0.5	变动幅度不大
费用比率 (%)	4.79%	6.19%	-1.4	项目跟投机制的正向影响作用
加权 ROE (%)	19.14%	19.17%	-0.03	变动不大
总资产	6113.0	5084.1	20.24%	同比大幅增长
货币资金	531.8	627.2	-15.21%	提升资金利用率
预收账款	2126.3	1817.5	16.99%	2015 年销售行情较好
一年内到期非流动负债	82.09	100.77	-18.54%	负债结构更加合理
经营活动净现金流	160.5	417.2	-61.54%	积极拿地增加土储
稀释 EPS	1.64	1.43	14.84%	净利润增幅较大

数据来源: 公司公告, 东兴证券研究所

- **项目跟投机制的激励作用显著。**在公司治理这一领域, 公司始终走在行业前列, 项目跟投机制的推出将我国上市公司的管理层激励形式带入新的纪元。项目跟投机制的正向刺激作用主要表现为两个方面: 一方面, 2015 年以来房地产销售迎来大行情, 公司 2015 年销售额 2615 亿元, 创历史新高, 市场占有率也进一步提升至 3%; 另一方面, 销售期间费用率从 2014 年的 6.19% 降低 1.4 个百分点至 4.79%, 总体控成本的能力有效提升。
- **项目储备丰富保障未来业绩增长。**截止 2015 年底, 公司在大陆拥有 472 个主要开发项目, 在建项目权益建面 3976 万平, 权益建面 3147 万平。2016 年公司预计新开工面积 2200 万平方米, 竣工面积 2065 万平, 同比将增加 19.4%。公司稳定的开发节奏保障了其业绩释放的连续性和平稳性, 预期公司 2016 年的销售规模将有望超过 3000 亿元。
- **物业管理已经“独挡一面”。**截止 2015 年底, 公司物业服务覆盖 64 城市、21487 万平米, 同比增长 1 倍, 本金制和睿服务项目占比达到 33%, 未来有望进一步提升附加值较高的物业管理项目比重。2015 年物业服务项目营收 29.7 亿元, 同比增长近 50%, 利润率 17.38%, 同比上升 4.14 个百分点, 预期未来随着物业管理标准化模式的输出, 此类业务营收和利润有望保持高速增长。

表 2: 物业项目类型构成

物业管理项目类型	管理面积 (万平方米)
包干制项目	14347
酬金制项目	4607
睿服务	4.5%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

- **重大资产重组“眉目初现”。**公司于 3 月 13 日发布的公告称, 拟主要以新发行股份方式, 收购深圳地铁

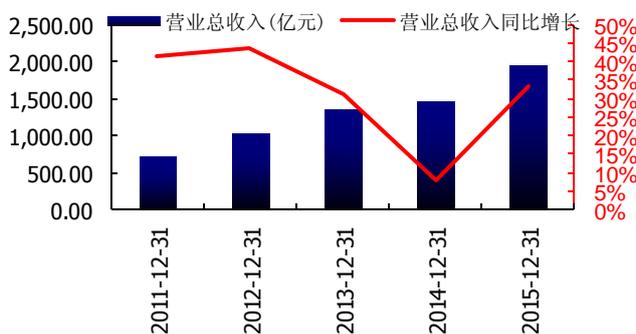
集团所持有的目标公司的全部或部分股权，预计交易规模介于人民币 400 亿 - 600 亿元之间，按停牌前 20 日交易均价 16.71 元/股定向增发，如果交易成功，未来深圳地铁集团将成为万科长期的重要股东。这一事件或为“宝万之争”画上句点，虽然据消息人士称，重组方案已经获得深圳市政府常委会审议通过，但仍存在不确定性因素，如果宝能系在股东大会上强烈反对这一重组，“华润+管理层+安邦”的组合也仅仅是与宝能系“平分秋色”，决胜权在于广大机构和散户投资者的意愿。以招商蛇口重组后跌跌不休的“珠玉”在前，加上市场补跌情绪在后，市场对于公司重组后的股价能否认同将是判断宝能系能否接受的重要参照，公司的重组之路仍然充满“艰辛”。

表 3：深圳地铁集团资产注入后万科主要股东股权结构变化

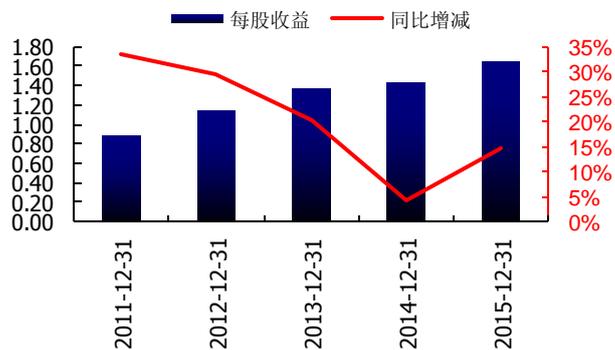
主要股东	注入前持股比例	注入后持股比例
华润	15.2%	11.5%-12.5%
万科管理层	4.1%	3.1%-3.4%
安邦	4.5%	3.4%-3.7%
宝能	22.4%	16.9%-18.5%
深地铁	-	17.8%-24.5%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

“宝万之争”是 2015 年地产行业的重大事件，是险资在资本市场发挥更重要角色的标志性事件，我们认为地产公司稳定的现金流和高安全边际在未来较长的一段时间内仍将受到险资的青睐，增持部分地产公司股票更契合其投资风格和资产收益的要求。

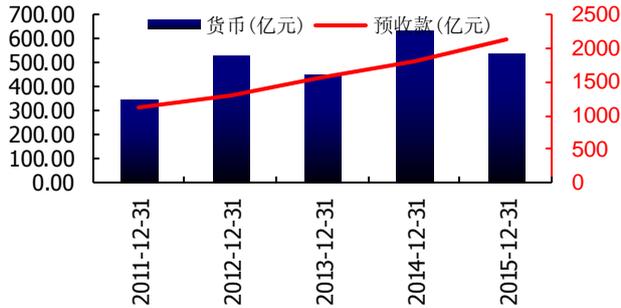
图 4：营业收入情况


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 5：每股收益情况


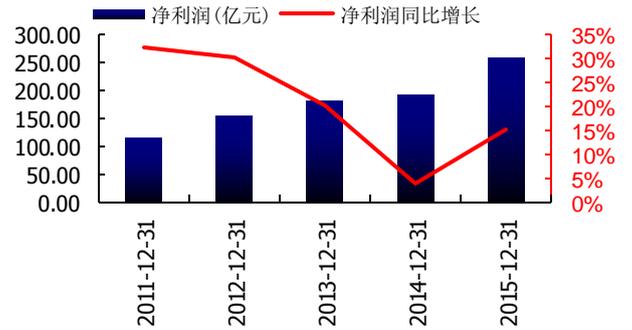
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 7: 货币和预收款情况



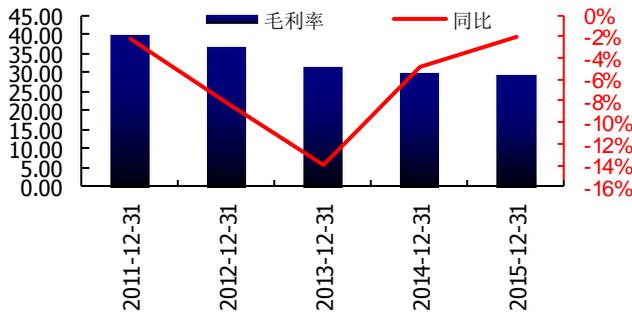
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 8: 净利润情况



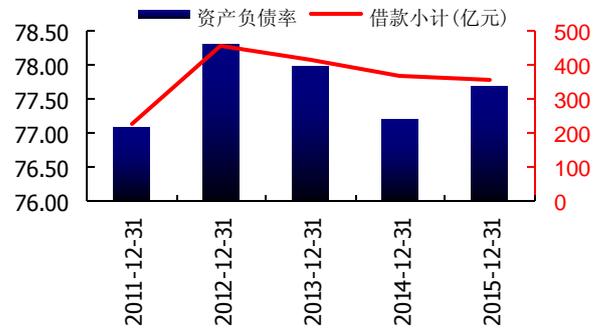
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 9: 销售毛利率情况



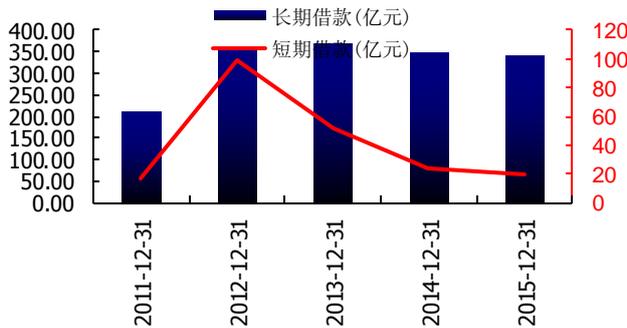
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 10: 资产负债率情况



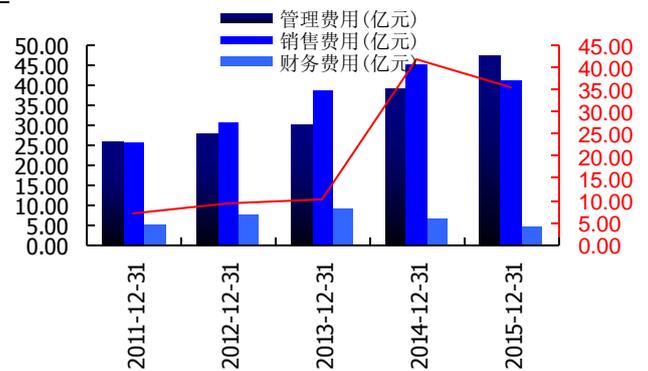
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 11: 贷款情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 12: 销售费用、管理费用和财务费用情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

结论:

公司 2015 年的年报数据无疑再一次确认了公司的行业龙头地位,同时也从城市布局、海外投资和业务多元化等角度论证了公司经营思路的正确性。我们看好公司基于地产业务所进行的创新和转型业务,通过产业链延伸和价值深挖,公司在商业地产、消费地产和物业管理等领域已经成果颇丰,鉴于多元化经营能够带来的估值总和提升,我们认为在解决了股权纷争之后,公司有可能进一步将多元化业务分拆上市,从而落实万科总部投资平台的战略定位。我们预计公司 2016 年-2018 年营业收入分别为 2102 亿元、2207 亿元和 2317 亿元,每股收益分别为 1.82 元、1.89 元和 1.98 元,对应 PE 分别为 13.43、12.95 和 12.32,维持公司“强烈推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	464806	547024	570478	609176	649808	营业收入	146388	195549	210215	220726	231762
货币资金	62715	53180	63065	66218	69529	营业成本	102557	138151	147151	154508	162234
应收账款	1894	2511	2880	3024	3175	营业税金及附加	13167	17980	18919	19865	20859
其他应收款	48924	75486	81147	85204	89465	营业费用	4522	4138	4415	4635	4867
预付款项	29433	39647	51419	63780	76758	管理费用	3903	4745	5045	5297	5562
存货	317726	368122	362837	380979	400028	财务费用	641	478	529	674	472
其他流动资产	4076	7957	9130	9971	10854	资产减值损失	789.76	495.95	500.00	500.00	500.00
非流动资产合计	43603	64271	51977	51217	50457	公允价值变动收益	11.01	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	19234	33503	33503	33503	33503	投资净收益	4159.26	3561.91	4000.00	4000.00	4000.00
固定资产	2308.35	4917.48	4860.08	4204.33	3548.58	营业利润	24979	33123	37656	39246	41269
无形资产	878	1045	940	836	731	营业外收入	351.87	855.43	800.00	800.00	800.00
其他非流动资产	6679	6487	0	0	0	营业外支出	78.86	175.59	200.00	200.00	200.00
资产总计	508409	611296	622455	660393	700265	利润总额	25252	33803	38256	39846	41869
流动负债合计	345654	420062	431311	449810	468811	所得税	5965	7853	9181	9563	10049
短期借款	2383	1900	59472	39017	17115	净利润	19288	25949	29075	30283	31820
应付账款	67047	91446	96757	101594	106674	少数股东损益	3542	7830	9000	9450	9923
预收款项	181749	212626	244158	277267	312031	归属母公司净利润	15745	18119	20075	20833	21898
一年内到期的非	20449	24746	0	0	0	EBITDA	26874	35136	38946	40680	42501
非流动负债合计	46861	54924	35772	35344	35344	EPS (元)	1.43	1.64	1.82	1.89	1.98
长期借款	34537	33829	33829	33829	33829	主要财务比率					
应付债券	11612	19016	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	392515	474986	467083	485154	504155	成长能力					
少数股东权益	27729	36126	45126	54576	64499	营业收入增长	8.10%	33.58%	7.50%	5.00%	5.00%
实收资本(或股	11038	11052	11039	11039	11039	营业利润增长	2.96%	32.60%	13.69%	4.22%	5.15%
资本公积	8494	8175	8175	8175	8175	归属于母公司净利	4.15%	15.08%	10.79%	3.78%	5.11%
未分配利润	41993	52598	42561	32144	21195	获利能力					
归属母公司股东	88165	100184	109918	120334	131283	毛利率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
负债和所有者权	508409	611296	622127	660064	699937	净利率(%)	13.18%	13.27%	13.83%	13.72%	13.73%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	3.10%	2.96%	3.23%	3.15%	3.13%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	17.86%	18.09%	18.26%	17.31%	16.68%
经营活动现金流	41725	16046	-3125	31198	33133	偿债能力					
净利润	19288	25949	29075	30283	31820	资产负债率(%)	77%	78%	75%	74%	72%
折旧摊销	1253.58	1535.15	0.00	760.25	760.25	流动比率	1.34	1.30	1.32	1.35	1.39
财务费用	641	478	529	674	472	速动比率	0.43	0.43	0.48	0.51	0.53
应收账款减少	0	0	-369	-144	-151	营运能力					
预收帐款增加	0	0	31532	33109	34764	总资产周转率	0.30	0.35	0.34	0.34	0.34
投资活动现金流	-3487	-20947	9987	3500	3500	应收账款周转率	59	89	78	75	75
公允价值变动收	11	0	0	0	0	应付账款周转率	2.23	2.47	2.23	2.23	2.23
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	4159	3562	4000	4000	4000	每股收益(最新摊	1.43	1.64	1.82	1.89	1.98
筹资活动现金流	-19617	-5104	3022	-31545	-33322	每股净现金流(最新	1.69	-0.91	0.90	0.29	0.30
应付债券增加	0	0	-19016	0	0	每股净资产(最新摊	7.99	9.07	9.96	10.90	11.89
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	23	14	-12	0	0	P/E	17.08	14.90	13.43	12.95	12.32
资本公积增加	-39	-319	0	0	0	P/B	3.06	2.69	2.45	2.24	2.05
现金净增加额	18620	-10005	9884	3153	3311	EV/EBITDA	10.27	8.43	6.88	6.79	5.91

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员 (D), 基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师 (第六名)。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强 (第七名)。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强 (第八名)。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

梁小翠

重庆大学金融学学士和产业经济学硕士, 中国社会科学院研究生院在读博士。2015 年加入东兴证券, 从事房地产行业研究, 重点关注房地产行业转型和房地产金融等方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级(以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级(以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。