

# 万科 A (000002.SZ) 房地产开发行业

评级: 增持 维持评级

公司点评

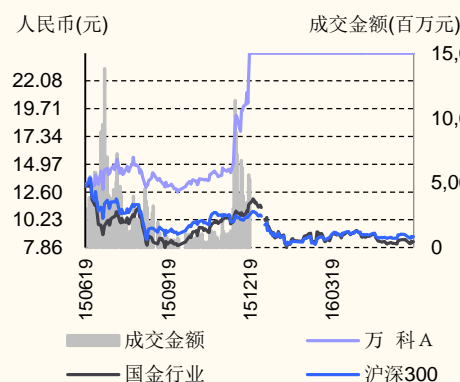
市场价格(人民币): 24.43 元

## 布局轨道交通, 开启新增长

长期竞争力评级: 高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	9,708.35
流通港股(百万股)	1,314.96
总市值(百万元)	269,686.48
年内股价最高最低(元)	3908.89/12.60
沪深 300 指数	3110.36
深证成指	10182.53



### 相关报告

1. 《品牌溢价、资源整合的显著受益者-万科 A 公司研究》, 2016.4.8

### 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	1.427	1.640	1.897	2.142	2.453
每股净资产(元)	7.94	9.04	10.57	12.34	14.75
每股经营性现金流(元)	3.78	1.45	3.02	2.85	3.85
市盈率(倍)	9.74	14.90	12.88	11.41	9.96
行业优化市盈率(倍)	27.70	46.45	35.33	35.33	35.33
净利润增长率(%)	4.15%	15.08%	15.59%	12.89%	14.54%
净资产收益率(%)	17.97%	18.14%	17.93%	17.34%	16.61%
总股本(百万股)	11,037.51	11,051.61	11,039.13	11,039.13	11,039.13

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 事件

- ❖ 公司在 6 月 18 日召开董事会, 审议通过了发行股份购买资产暨关联交易预案, 拟以每股 15.88 元的价格发行 28.7 亿股购买深圳地铁集团持有的前海国际 100% 股权, 初始交易价格为 456.13 亿。

### 分析要点

- ❖ **轨道交通是城市经济圈发展的脉络:** 在城镇化提升的后半阶段, 城市的发展不再以一二三线进行区分, 而是以经济圈内外进行区分, 而经济圈的打造是以轨道交通的发展为基础和脉络的, 特别是城市功能区和城市圈之内城际轨道交通的发展。此外, 轨道交通节点涉及到高密度人口的聚集流通, 节点的空间场景变现价值很大, 而地铁上盖物业属于经营性地产的重要细分领域, 有望依赖轨道交通实现人流变现和关联资产增值的正循环。
- ❖ **深圳地铁发展空间很大:** 深圳是较早实施以公共交通为导向的 TOD(transit-oriented development) 模式的, 而且率先引世界领先的香港地铁参与开发运营。深圳地铁 2004 年底通车, 截至目前才 5 条线路, 全长 178 公里, 在一线城市里面排名最末(上海 567km、北京 465km、广州 261km), 根据规划 2020 年将达到 435km, 之后在城市经济圈的带动下, 运营里程有望达到 1000km。万科和深圳地铁资产重组后, 可仿照日本东京急行电铁模式, 成立合资公司, 统筹开发地铁上盖物业, 率先把握未来地产增长的主动权。
- ❖ **注入资产优势显著, 物廉价美:** 此次发行股份收购深圳地铁旗下子公司前海国际 100% 股权, 其主要资产是前海枢纽项目 T201-0074 地块(可售 120.3 万方, 作价 325 亿, 按可售楼面价仅 2.7 万每平方米) 和安托山项目 T407-0026 和 0027 地块(可售 53.3 万方, 评估价 131 亿, 按可售楼面价仅 2.5 万每平方米)。整体上看收购对价 456 亿, 相对于标的资产账面值 PB1.93X。

### 投资建议

- ❖ 本次交易完成后, 上市公司总股本从 110.4 亿股增加到 139.1 亿股, 深圳地铁持股 20.65%, 成为最大单一股东。我们预计公司 2016 年实现 EPS1.90 元, 对应当前股价 13PE, 考虑到公司与深圳地铁资产重组和复牌具有不确定性, 我们维持增持评级。

### 风险提示

- ❖ 资产重组和股票复牌存在较大不确定性。

胡华如 分析师 SAC 执业编号: S1130516010001  
(86755)83831622  
huhuaru@gjzq.com.cn

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>主营业务收入</b>	<b>135,419</b>	<b>146,388</b>	<b>195,549</b>	<b>229,005</b>	<b>254,497</b>	<b>281,837</b>	货币资金	44,365	62,715	53,180	73,370	104,074	140,044
增长率		8.1%	33.6%	17.1%	11.1%	10.7%	应收款项	37,894	50,819	77,996	86,377	91,687	95,697
主营业务成本	-92,798	-102,557	-138,151	-165,341	-186,037	-207,714	存货	331,133	317,726	368,122	404,112	430,892	456,629
%销售收入	68.5%	70.1%	70.6%	72.2%	73.1%	73.7%	其他流动资产	28,654	33,509	47,604	51,626	61,061	65,350
毛利	42,621	43,831	57,399	63,663	68,460	74,123	流动资产	442,047	464,769	546,902	615,485	687,715	757,720
%销售收入	31.5%	29.9%	29.4%	27.8%	26.9%	26.3%	%总资产	92.2%	91.4%	89.5%	89.6%	89.6%	89.5%
营业税金及附加	-11,545	-13,167	-17,980	-20,885	-23,414	-25,563	长期投资	24,814	27,348	45,407	51,995	59,537	67,490
%销售收入	8.5%	9.0%	9.2%	9.1%	9.2%	9.1%	固定资产	3,043	4,178	5,638	6,042	6,528	6,991
营业费用	-3,865	-4,522	-4,138	-5,931	-6,821	-7,356	%总资产	0.6%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.8%
%销售收入	2.9%	3.1%	2.1%	2.6%	2.7%	2.6%	无形资产	695	1,418	1,695	926	826	734
管理费用	-3,003	-3,903	-4,745	-4,878	-5,039	-5,299	非流动资产	37,159	43,639	64,393	71,067	79,768	88,880
%销售收入	2.2%	2.7%	2.4%	2.1%	2.0%	1.9%	%总资产	7.8%	8.6%	10.5%	10.4%	10.4%	10.5%
息税前利润 (EBIT)	24,209	22,240	30,535	31,969	33,186	35,906	<b>资产总计</b>	<b>479,205</b>	<b>508,408</b>	<b>611,295</b>	<b>686,552</b>	<b>767,482</b>	<b>846,600</b>
%销售收入	17.9%	15.2%	15.6%	14.0%	13.0%	12.7%	短期借款	32,624	22,832	26,646	25,433	26,146	27,132
财务费用	-892	-641	-478	930	1,786	2,719	应付款项	288,965	315,530	383,167	443,484	487,936	532,381
%销售收入	0.7%	0.4%	0.2%	-0.4%	-0.7%	-1.0%	其他流动负债	7,333	7,292	10,248	12,146	12,735	13,551
资产减值损失	-60	-790	-496	-393	-96	-101	流动负债	328,922	345,654	420,062	481,063	526,818	573,064
公允价值变动收益	-1	11	0	0	0	0	长期贷款	36,683	34,537	33,829	24,829	33,729	33,730
投资收益	1,005	4,159	3,562	3,669	3,779	3,892	其他长期负债	8,161	12,886	21,385	20,303	20,189	20,072
%税前利润	4.1%	16.5%	10.5%	10.0%	9.7%	9.1%	<b>负债</b>	<b>373,766</b>	<b>393,077</b>	<b>475,276</b>	<b>526,195</b>	<b>580,735</b>	<b>626,866</b>
营业利润	24,261	24,979	33,123	36,174	38,655	42,416	<b>普通股股东权益</b>	<b>76,896</b>	<b>87,603</b>	<b>99,893</b>	<b>116,792</b>	<b>136,339</b>	<b>163,030</b>
营业利润率	17.9%	17.1%	16.9%	15.8%	15.2%	15.0%	少数股东权益	28,543	27,729	36,126	43,565	50,408	56,704
营业外收支	30	273	680	476	491	305	<b>负债股东权益合计</b>	<b>479,205</b>	<b>508,408</b>	<b>611,295</b>	<b>686,552</b>	<b>767,482</b>	<b>846,600</b>
税前利润	24,291	25,252	33,803	36,651	39,146	42,721	<b>比率分析</b>						
利润率	17.9%	17.3%	17.3%	16.0%	15.4%	15.2%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-5,993	-5,965	-7,853	-8,268	-8,659	-9,343	<b>每股指标</b>						
所得税率	24.7%	23.6%	23.2%	22.6%	22.1%	21.9%	每股收益	1.373	1.427	1.640	1.897	2.142	2.453
净利润	18,298	19,288	25,949	28,382	30,487	33,378	每股净资产	6.981	7.937	9.039	10.568	12.337	14.752
少数股东损益	3,179	3,542	7,830	7,439	6,843	6,296	每股经营现金净流	0.175	3.780	1.452	3.016	2.846	3.855
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>15,119</b>	<b>15,745</b>	<b>18,119</b>	<b>20,944</b>	<b>23,643</b>	<b>27,082</b>	每股股利	0.070	0.100	0.130	0.620	0.650	0.650
净利率	11.2%	10.8%	9.3%	9.1%	9.3%	9.6%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	19.66%	17.97%	18.14%	17.93%	17.34%	16.61%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	3.15%	3.10%	2.96%	3.05%	3.08%	3.20%
净利润	18,298	19,288	25,949	28,382	30,487	33,378	投入资本收益率	9.97%	9.19%	10.85%	10.76%	9.71%	9.35%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	239	1,339	1,212	1,207	983	1,056	主营业务收入增长率	31.33%	8.10%	33.58%	17.11%	11.13%	10.74%
非经营收益	-641	-4,391	-4,675	-2,835	-3,107	-2,956	EBIT 增长率	15.60%	-8.13%	37.30%	4.70%	3.81%	8.20%
营运资金变动	-16,008	25,487	-6,440	6,577	3,088	11,124	净利润增长率	20.46%	4.15%	15.08%	15.59%	12.89%	14.54%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,888</b>	<b>41,722</b>	<b>16,046</b>	<b>33,330</b>	<b>31,451</b>	<b>42,602</b>	总资产增长率	26.51%	6.09%	20.24%	12.31%	11.79%	10.31%
资本开支	-2,438	-1,830	-2,059	-693	-1,709	-1,918	<b>资产管理能力</b>						
投资	-6,856	2,450	-15,913	-6,588	-7,542	-7,954	应收账款周转天数	6.7	6.2	4.1	5.7	5.4	5.1
其他	1,339	-4,107	-2,976	3,669	3,779	3,892	存货周转天数	1,153.0	1,154.6	906.0	892.1	845.4	802.4
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-7,954</b>	<b>-3,487</b>	<b>-20,947</b>	<b>-3,613</b>	<b>-5,472</b>	<b>-5,980</b>	应付账款周转天数	214.0	233.1	209.4	202.5	207.4	198.5
股权募资	3,184	2,422	4,296	2,807	3,088	6,793	固定资产周转天数	5.7	5.8	9.2	8.1	7.3	6.5
债权募资	3,514	-7,843	5,806	-11,241	9,544	926	<b>偿债能力</b>						
其他	-8,755	-14,196	-15,205	-1,094	-7,906	-8,370	净负债/股东权益	30.67%	5.43%	19.34%	-2.55%	-13.49%	-27.38%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-2,057</b>	<b>-19,617</b>	<b>-5,103</b>	<b>-9,528</b>	<b>4,726</b>	<b>-652</b>	EBIT 利息保障倍数	27.1	34.7	63.9	-34.4	-18.6	-13.2
<b>现金净流量</b>	<b>-8,124</b>	<b>18,618</b>	<b>-10,005</b>	<b>20,189</b>	<b>30,705</b>	<b>35,970</b>	资产负债率	78.00%	77.32%	77.75%	76.64%	75.67%	74.05%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

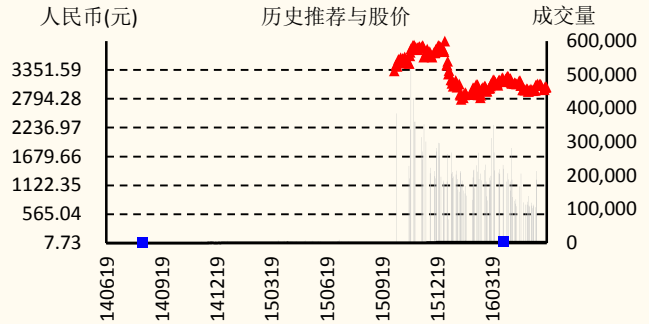
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2014-08-18	增持	9.40	N/A
2	2016-04-08	增持	24.43	26.00~27.00

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD