

股权纷争 难阻业绩大增之势

——万科 A (000002) 2016 年半年报点评

2016 年 08 月 21 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	联系人	
	liangxc@dxzq.net.cn	010-66554023

事件:

8 月 21 日公司公布 2016 年半年报, 报告期内, 公司实现营业收入 748.0 亿元, 同比增长 48.8%; 实现归属于上市公司股东的净利润 53.5 亿元, 同比增长 10.4%。公司每股基本盈利为 0.48 元, 同比增长 10.39%; 全面摊薄的净资产收益率为 5.49%, 与去年同期基本持平。

公司分季度财务指标

指标	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2
营业收入 (百万元)	83248.41	8894.34	41372.46	29329.41	115952.92	14611.31	60183.98
增长率 (%)	15.62%	-6.35%	31.49%	32.25%	39.29%	64.28%	45.47%
毛利率 (%)	29.85%	34.00%	29.69%	26.67%	29.55%	31.78%	24.98%
期间费用率 (%)	4.56%	16.24%	3.92%	7.54%	3.52%	14.45%	4.22%
营业利润率 (%)	18.52%	13.15%	18.25%	12.39%	17.91%	11.27%	13.72%
净利润 (百万元)	11682.53	908.03	5881.46	2749.14	16410.81	1249.82	5844.81
增长率 (%)	07.97%	-44.58%	52.60%	30.14%	40.47%	37.64%	-00.62%
每股盈利 (季度, 元)	0.84	0.06	0.38	0.18	1.02	0.08	0.41
资产负债率 (%)	77.20%	77.91%	78.06%	78.78%	77.70%	78.94%	80.60%
净资产收益率 (%)	10.08%	0.78%	4.99%	2.27%	12.04%	0.90%	4.23%
总资产收益率 (%)	2.30%	0.17%	1.10%	0.48%	2.68%	0.19%	0.82%

观点:

- 营业收入和净利润同比均大幅增长。**报告期内, 公司实现营业收入 748.0 亿元, 同比增长 48.8%; 实现归属于上市公司股东的净利润 53.5 亿元, 同比增长 10.4%。利润增长慢于收入增长的主要原因, 是当期结算的相当一部分项目为 2014 年房地产市场调整期内售出的项目, 项目主要来源于长沙、西安、杭州和沈阳等毛利水平较低的区域, 导致上半年毛利水平降至 26.3%。上半年公司实现结算面积 654.6 万平方米, 同比增长 43.6%; 房地产业务的结算均价为 11,074 元/平方米, 较 2015 年同期上升 4.2%。公司每股基本盈利为 0.48 元, 同比增长 10.39%; 全面摊薄的净资产收益率为 5.49%, 与去年同期基本持平。

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	2016 年 H	2015 年 H	同比变动	原因分析
净利润	53.5	48.46	10.4%	部分结算项目毛利率较低
营业收入	748.0	502.67	48.8%	部分结转项目为 2014 年毛利率较低项目
资产负债率 (%)	80.6	78.06	3.25%	预收款大幅增加
费用比率 (%)	6.1	6.22	-1.93%	费用比率变动不大
加权 ROE (%)	5.49	5.41	1.48%	基本持平
总资产	7123.07	5369.37	32.66%	资产规模快速扩张
货币资金	718.68	446.12	61.10%	本期销售回款大幅增长
预收账款	2783.33	2104.77	32.24%	销售额大幅增长
一年内到期非流动负债	264.41	232.98	13.49%	负债正常到期
经营活动净现金流	-68.08	257.97	-	公司上半年谨慎拿地
稀释 EPS	0.485	0.439	10.39%	净利润大幅增长

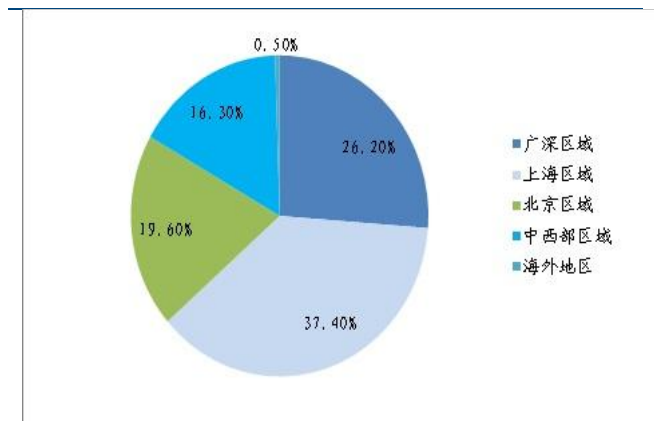
数据来源: 公司公告, 东兴证券研究所

- **销售金额和面积同比大增为未来业绩提供保障。**上半年公司实现销售面积 **1,409.0** 万平方米, 销售金额 **1,900.8** 亿元, 同比分别上升 **55.8%**和 **69.9%**。从上半年销售收入区域来源来看, 贡献排名依次为上海区域、广深区域、北京区域、中西部和海外, 上半年销售热度较高的上海和广深区域贡献了销售收入的“半壁江山”, 公司未雨绸缪的城市布局升级使公司的业绩较行业内多数房企更加稳健, 无愧于行业龙头的称谓。

截止 7 月底, 除公司外, 恒大、碧桂园、绿地、保利 4 家企业破千亿, 但公司以近 2200 亿元的销售额拉开了与第二名恒大近 300 亿的差距, 与其他公司更是拉开巨大的距离, 行业双雄争霸的格局已经确定, 但是恒大从销售额、成本控制能力、筹资能力等综合实力上离公司还有不小的追赶空间。

图 1: 公司历年上半年销售金额与销售面积情况


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 2: 公司 2016 年上半年销售收入各区域来源


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

- **项目储备丰富保障未来业绩增长。**截止 2016 年 7 月, 公司新增地块 88 个, 总计土地计容建面 1629 万平, 土地总价 814.69 亿元, 万科权益部分 567.07 亿元, 平均占比 69.61%, 显示小股操盘已经成为公司拿地的重要策略之一。同时, 从公司 1-7 月所拿土地的楼面价情况来看, 最高不到 7000 元/平米, 最低甚至不足 3000 元/平米, 公司对于追拿地王并无兴趣, 对于土地成本的良好控制一直是公司稳健经营的根本性保障, 我们看好公司的拿地思路, 稳健的经营思路将保障公司在行业龙头的位置走的更加长

久。

图 3:公司 2016 年 1-7 月新增土储情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 4:公司 2016 年 1-7 月新增土地楼面价情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

- **对外兼并重组的意向强烈。**虽然与深铁的重大资产重组前途未明，但是公司并未停下对外兼并重组的步伐，顺应行业的整合趋势，公司于1月开始与黑石集团洽谈收购特定商业地产项目，6月份项目获得董事会通过，7月披露交易方案细节，如果交易成功将获得目标商业地产以司近30%的股权，投资额为38.89亿元，在商业地产经营管理方面的能力将得到显著提升，公司或改变“纯住宅开发商”的标签，慢慢发展促成各类型地产业务均衡发展的格局，从而实现“城市配套服务商”的更强号召力。

公司的这一行为是从战略的高度对公司资源和能力的再配置，多元化业务模式已经成为不可逆的趋势，居安思危，虽然这一并购的体量较小，短期内难以对公司整体的业务模式和资源配置有根本性影响，但是仍向市场释放出公司对兼并重组为手段的获取资源能力的思考，我们认为公司未来更多领域、更多方向的并购可期。

- **控成本能力卓著。**得益于跟投制度开展，跟投员工在加快项目周转、节约成本、促进销售等方面越来越体现出合伙人的意识和作用，跟投项目从获取到首期开工和首期开盘的平均时间分别缩短了4个月和5.4个月，公司的营销费用率亦持续下降至2.2%，创历史新低。截至2016年6月底，公司累计已有192个项目实施跟投。

公司上半年利用票据融资30亿元，5年期票面利率仅为3.2%，集中体现了机构投资者对于公司发展远景的看好。

表 2:公司上半年票据融资情况

	融资额度	期限	利率
2016年3月11日	15亿元	5年期	3.20%
2016年3月11日	15亿元	5年期	3.20%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

- **股权纷争做为上半年的主基调。**公司作为地产行业当之无愧的龙头企业本身就受到多方的重点关注，股权纷争更是将公司的关注度提升到更高的层级。我们认为股权纷争不可避免的给万科的经营带来了或多或少的影响，但是得益于良好的公司治理机制和完善的管理执行能力，公司业绩的快速增长并未受到根

本性的影响，这不得不说是“不幸中的万幸”，为公司股价长期稳定提供了最根本的支撑。

表 3: 截止 2016 年 8 月 16 日万科股权结构

主要股东	注入后持股比例
宝能	25.4%
华润	15.29%
恒大	6.82%
安邦	6.18%
万科合伙人控制的盈安合伙基金+(金鹏+德赢)资管计划	10.63%

资料来源: WIND, 东兴证券研究所

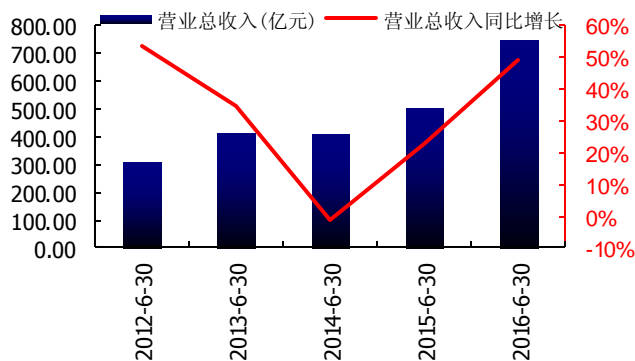
“宝万之争”是 2015 年地产行业的重大事件，延续至今已经走过了大半年的时间，这也注定了万科的股权纷争仍将是 2016 年地产行业的标志性事件。这一标志事件从两个角度引发了我们对于整个行业的思考：

一方面是万科为代表的拥有较为分散的股权结构上市公司引来的险资举牌现象，在当前宽松货币政策大背景下，缺乏支配性地位股东的上市公司，尤其是业绩有保障、重估价值远超市值的地产公司，将成为险资或产业资本青睐的投资标的；

另一方面是以恒大为代表的产业资本涉入万科股权争夺战，将整个行业的“弱肉强食”演绎到极致，以往收购区域性非上市公司所拥有的资源或已经不能满足行业集中度提升的迫切要求和部分企业快速扩张的需要，未来产业资本行业内外兼并重组将继续升级，尤其是房地产行业的洗牌或许将创造一种“并购”题材股。

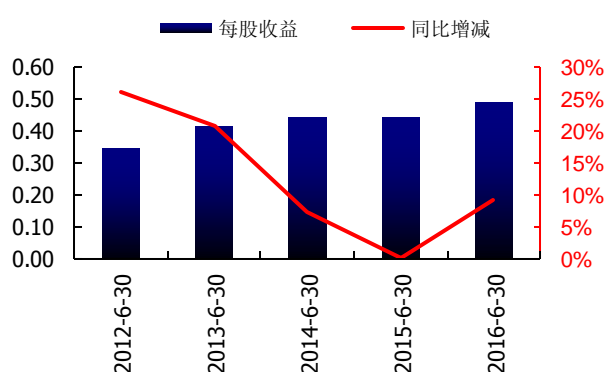
➤ 风险提示：股权纷争影响公司正常经营管理、房地产市场销售不及预期

图 5: 营业收入情况



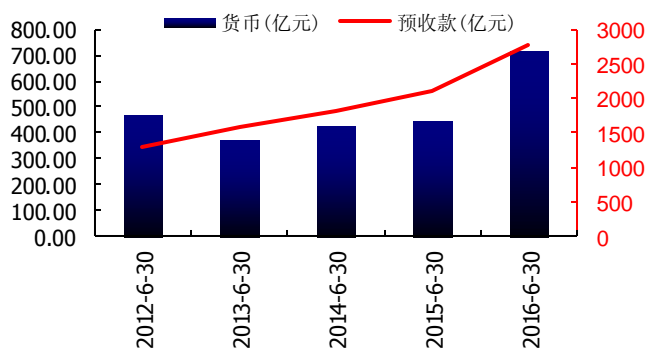
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 6: 每股收益情况



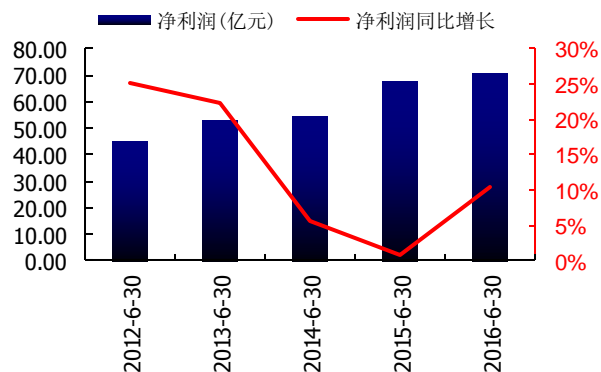
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 7: 货币和预收款情况



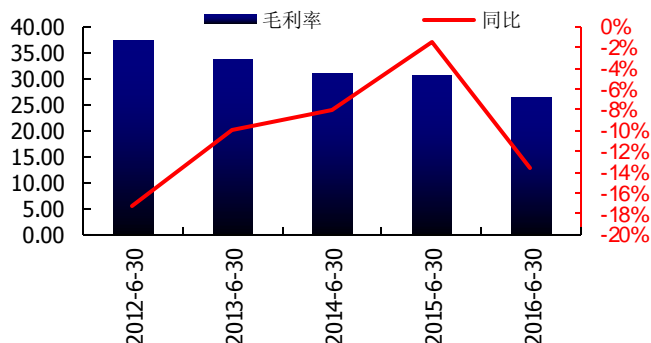
资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

图 8: 净利润情况



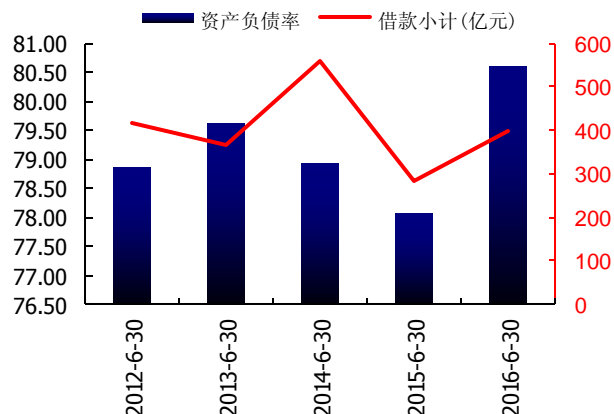
资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

图 9: 销售毛利率情况



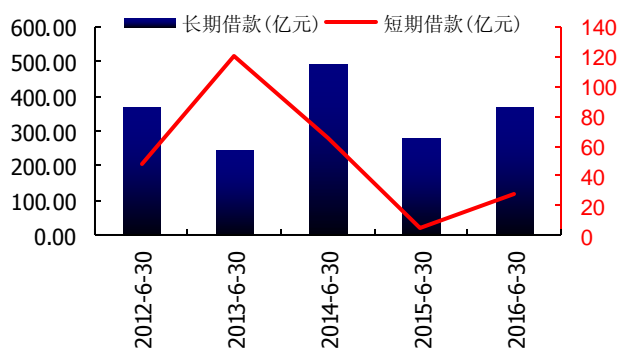
资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

图 10: 资产负债率情况



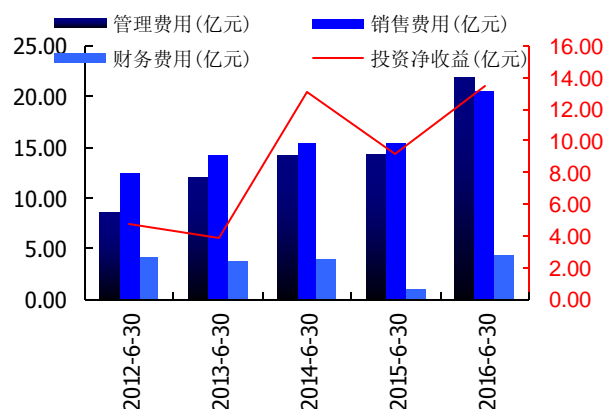
资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

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 2016 半年报的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、兼并重组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 2346.59 亿元、2698.58 元和 2968.43 亿元,每股收益分别为 1.81 元、2.16 元和 2.26 元,对应 PE 分别为 13.56、11.39 和 10.9,维持公司“强烈推荐”评级。

表 4: 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	645044	743653	828798	营业收入	146388	195549	234659	269858	296844
货币资金	62715	53180	70398	80957	89053	营业成本	102557	138151	168954	191599	210759
应收账款	1894	2511	3215	3697	4066	营业税金及附加	13167	17980	21119	24287	26716
其他应收款	48924	75486	90583	104170	114587	营业费用	4522	4138	4928	5667	6234
预付款项	29433	39647	53163	68491	85352	管理费用	3903	4745	5632	6477	7124
存货	317726	368122	416600	472436	519680	财务费用	641	478	760	1292	1337
其他流动资产	4076	7957	11085	13901	16060	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	36766	44036	48173
无形资产	878	1045	940	836	731	营业外收入	351.87	855.43	1112.06	1112.06	1112.06
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	697021	794870	879255	利润总额	25252	33803	37678	44948	49085
流动负债合计	345654	420062	506290	582319	641850	所得税	5965	7853	9043	10788	11781
短期借款	2383	1900	113461	131020	130802	净利润	19288	25949	28635	34161	37305
应付账款	67047	91446	111093	125983	138581	少数股东损益	3542	7830	8613	10336	12403
预收款项	181749	212626	247825	288303	332830	归属母公司净利润	15745	18119	20022	23825	24902
一年内到期的非	20449	24746	0	0	0	EBITDA	26874	35136	38286	46088	50271
非流动负债合计	46861	54924	35772	35344	35344	BPS (元)	1.43	1.64	1.81	2.16	2.26
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	542062	617663	677194	成长能力					
少数股东权益	27729	36126	44739	55075	67478	营业收入增长	8.10%	33.58%	20.00%	15.00%	10.00%
实收资本(或股	11038	11052	11039	11039	11039	营业利润增长	2.96%	32.60%	11.00%	19.77%	9.40%
资本公积	8494	8175	8175	8175	8175	归属于母公司净利	4.15%	15.08%	10.50%	18.99%	4.52%
未分配利润	41993	52598	48593	43828	38848	获利能力					
归属母公司股东	88165	100184	110220	122133	134584	毛利率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
负债和所有者权	508409	611296	697021	794870	879255	净利率(%)	13.18%	13.27%	12.20%	12.66%	12.57%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	3.10%	3.10%	2.96%	2.87%	3.00%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	17.86%	18.09%	18.17%	19.51%	18.50%
经营活动现金流	41725	16046	-49577	2705	18602	偿债能力					
净利润	19288	25949	28635	34161	37305	资产负债率(%)	77%	78%	78%	78%	77%
折旧摊销	1253.58	1535.15	0.00	760.25	760.25	流动比率	1.34	1.30	1.27	1.28	1.29
财务费用	641	478	760	1292	1337	速动比率	0.43	0.43	0.45	0.47	0.48
应收账款减少	0	0	-704	-482	-370	营运能力					
预收帐款增加	0	0	35199	40479	44527	总资产周转率	0.30	0.35	0.36	0.36	0.35
投资活动现金流	-3487	-20947	9987	3500	3500	应收账款周转率	59	89	82	78	76
公允价值变动收	11	0	0	0	0	应付账款周转率	2.23	2.47	2.32	2.28	2.24
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	1.81	2.16	2.26
筹资活动现金流	-19617	-5104	56808	4354	-14006	每股净现金流(最新	1.69	-0.91	1.56	0.96	0.73
应付债券增加	0	0	-19016	0	0	每股净资产(最新摊	7.99	9.07	9.98	11.06	12.19
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	17.20	14.99	13.56	11.39	10.90
资本公积增加	-39	-319	0	0	0	P/B	3.08	2.71	2.46	2.22	2.02
现金净增加额	18620	-10005	17217	10560	8096	EV/EBITDA	10.33	8.48	8.25	7.71	6.90

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, 之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。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”。

联系人简介

梁小翠

中国社会科学院研究生院博士。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。