

2015年8月17日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元/港元)

17.2/21.5

公司基本资讯

产业别	房地产		
A 股价(2015/8/14)	14.95		
深证成指(2015/8/14)	13445.87		
股价 12 个月高/低	16.08/8.78		
总发行股数(百万)	11048.80		
A 股数(百万)	9714.81		
A 市值(亿元)	1452.36		
主要股东	华润股份有限公司(14.90%)		
每股净值(元)	7.55		
股价/账面净值	1.98		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	2.5	-2.0	64.7

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2015-08-06	14.45	买入

产品组合

房地产开发与经营业	98.6%
房地产管理业及其他	1.4%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	7.1%
一般法人	18.2%

股价相对大盘走势



万科(000002.SZ/02202.HK)

Buy 买入

下半年业绩将加速

结论与建议:

- 公司业绩:** 公司 2015 年 H1 实现营业收入 502.7 亿元, 同比增长 22.7%; 实现归属于上市公司股东净利润为 48.5 亿元, 同比增长 0.8%; 基本每股收益为 0.44 元。公司业绩略低于预期。分季度来看, 公司 2015Q2 实现营业收入 413.7 亿元, 同比增长 31.5%, 实现净利润 42.0 亿元, 同比增长 27.9%。
- 净利增速低于预期主要源于本期合作项目结算占比增加:** 公司 2015H1 营收同比快速增长 22.7%而净利润仅同比微增 0.8%主要是由于: (1) 公司本报告期合作项目结算占比增加, 使得少数股东权益占比大幅提升至 28.6% (去年同期仅为 12.4%)。 (2) 公司本期结算均价同比下降 3.4% 至 10626 元/平米, 使得公司毛利率也微降 0.5 个百分点。 (3) 去年由于出售商业资产使得投资收益较高, 为 16.3 亿, 而今年投资收益为 9.2 亿元。
- 待结转资源有质有量, 预计下半年结算将加速:** 公司目前已售未结转资源丰富, 有质有量: 截止报告期内, 公司有 1948.2 万平方米已售资源未竣工结算, 合同金额合计约 2303.3 亿元, 较上年末分别增长 16.7%和 18.4%, 待结转资源均价为 11805.8 元/平米, 高于今年上半年的结算均价。另外, 公司上半年新开工面积达到 1011.9 万平方米, 较去年同期增长 5.2%, 占全年计划开工面积的比例为 60.2%; 实现竣工面积 517.2 万平方米, 较去年同期增长 29.9%, 占全年计划竣工面积的比例为 32.7%。预计公司下半年的结算量将会在竣工量的带动下加速增长。
- 费用管控能力再提升:** 公司作为龙头企业, 费用管控能力业内领先。而 2015 公司费用管控能力再次提升, 上半年三项费用率同比下降 2.1 个百分点至 6.1%, 为近几年同期新低。
- 财务状况依旧良好, 汇率变动风险可控:** 公司上半年期末净负债率为 15.8%, 较年初提升 10.4 个百分点, 但仍处于行业较低水平。公司有息负债合计 631.8 亿元, 其中短期借款和一年内到期的有息负债合计 237.7 亿元, 远低于报告期末公司 446.1 亿元的货币资金。另外, 有息负债中的外币负债占比 21.87%, 比例不大, 并且公司已签署了无本金交割远期外汇契约 (NDF), 外币借款汇率变动处于可控范围内。
- 盈利预测与投资建议:** 短期来看, 公司销售将会继续受益于房地产政策和货币政策的宽松。长期来看, 公司将会受益于市占率的提升, 并且公司已开始推动业务转型: 公司近期制定合伙人制度加速物业管理规模的扩张, 物流地产也已进入实质性的开发运作阶段, 另外公司还在积极拓展消费地产、产业地产, 以及地产延伸业务。我们看好公司在行业下半场的发展前景。并且, 公司回购计划以及险资的举牌也已充分揭示了公司的价值底线。我们预计公司 2015、2016 年净利润将达到 172 亿元和 196 亿元, YOY 增长 9.1%和 14%, EPS1.56 元和 1.78 元, A 股对应 PE 为 9.6 倍和 8.4 倍, PB1.7 倍; H 股对应 PE 为 9.5 倍和 8.3 倍 PB1.7 倍, 经过近期的调整, 公司估值已处于低位, 我们继续给予 A 股、H 股“买入”的投资建议。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	12551	15119	15745	17176	19580
同比增减	%	30.4%	20.5%	4.1%	9.1%	14.0%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.14	1.37	1.43	1.56	1.78
同比增减	%	30.4%	20.2%	4.1%	9.1%	14.0%
A 股市盈率 (P/E)	X	13.1	10.9	10.5	9.6	8.4
H 股市盈率 (P/E)		13.0	10.8	10.4	9.5	8.3
股利 (DPS)	RMB 元	0.16	0.41	0.5	0.5	0.6
股息率 (Yield)	%	1.07%	2.74%	3.34%	3.65%	4.16%

预期报酬 (Expected Return; ER) 为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并损益表

百万元	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	103116	135419	146388	166496	198088
经营成本	65422	92798	102557	119877	144604
营业税金及附加	10916	11545	13167	14985	17828
销售费用	3056	3865	4522	4745	5645
管理费用	2780	3003	3903	3996	4754
财务费用	765	892	641	999	990
资产减值损失	0	60	790	0	0
投资收益	929	1005	4159	6239	8111
营业利润	21013	24261	24979	28133	32376
营业外收入	145	119	352	150	150
营业外支出	88	89	79	80	80
利润总额	21070	24291	25252	28203	32446
所得税	5408	5993	5965	7051	8274
少数股东损益	3111	3179	3542	3977	4593
归属于母公司所有者的净利润	12551	15119	15745	17176	19580

附二：合并资产负债表

百万元	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
货币资金	52292	44365	62715	64910	67182
应收账款	1887	3079	1894	21765	10536
存货	255164	331133	317726	333073	387000
流动资产合计	362774	442047	464806	495212	528342
长期股权投资	7040	10637	19234	20434	21230
固定资产	1612	2130	2308	2735	2980
在建工程	1051	914	1833	1223	1485
非流动资产合计	16028	37159	43603	47963	52760
资产总计	378802	479205	508409	543175	581102
流动负债合计	259834	328922	345654	362937	381084
非流动负债合计	36830	44844	46861	49204	51664
负债合计	296663	373766	392515	412141	432748
少数股东权益	18313	28543	27729	31706	36298
股东权益合计	63826	76896	88165	99329	112056
负债及股东权益合计	378802	479205	508409	543175	581102

附三：合并现金流量表

百万元	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
经营活动产生的现金流量净额	3044	1955	41725	2990	3100
投资活动产生的现金流量净额	-7289	-5133	-3487	-7930	-4630
筹资活动产生的现金流量净额	22922	-4748	-19617	1331	3260
现金及现金等价物净增加额	18677	-7926	18649	3257	2272

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证@持意见或立场,或会买入,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证@。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。