

## 新业务逐步落地、探索金融化

——万科 A 2015 年半年报点评

核心观点:

- ❖ **净利润增速相比一季度有明显改善:** 8月17日公司发布半年报,上半年实现营业收入503亿元,同比增22.72%,归属于上市公司股东的净利润48.46亿元,同比增0.77%,公司每股基本盈利为0.44元,同比增长0.5%,结算净利率为9.60%,较去年同期有所下降。受结算均价下降的影响,房地产业务毛利率为21.04%,同比减少0.84%。净利润(含少数股东权益)的增速还高于营收增速,但上半年一批合作比例较高的项目进入结算(合作权益方占比超过35%的项目超过20个),导致净利润中归属于少数股东的比例大幅上升。
- ❖ **剔除高基数影响后销售增速符合预期:** 公司1-6月累计实现销售面积902.6万平方米,销售金额1099.6亿元,同比分别上升9.9%和9.0%。剔除2014年1月(因银行贷款审核时间拉长导致上一年意向金额到1月才确认销售金额,基数很高)的影响,销售额同比增速为18.4%。尽管销售增速自2013年起逐年放缓,但销量仍创历史新高。从区域来看,公司四大区域占比较为均衡。
- ❖ **谨慎拿地导致权益建筑面积有所缩水:** 上半年公司新增项目26个,权益建筑面积约507.5万平方米,权益总地价约202.2亿元,均价3984元/平方米。鉴于目前市场仍处在去库存阶段,公司上半年投资强度为0.20,较去年同期有所反弹,但仍维持在历史低位。公司目前规划权益建面仅能维持两年多时间,未来与万达的合作及批量拿地值得期待。
- ❖ **负债水平继续维持低位:** 公司上半年末持有货币资金446.1亿元,远高于短期借款和一年内到期长期借款的总和237.7亿元。剔除预收账款后的资产负债率为38.86%,较2014年底减少2.59%。公司净负债率为15.76%,资金利用效率比14年有了明显恢复,净负债率水平依然维持在历史较低水平。
- ❖ **积极拓展地产延伸业务,开启房产金融化时代:** 上半年公司物业管理收入占比3.7%,比2014年末增加2.33%。公司成立万科物流地产发展有限公司,开发贵阳、武汉两个物流地产项目,积极探索消费、产业、养老、教育、度假、物流地产以及装修与智能家居、租赁公寓、建筑产业化等地产延伸业务。金融方面,公司以前海万科企业公馆为投资标的的鹏华前海万科 REITs 成为国内首只公募 REITs,未来公司将积极探索证券化产品,盘活存量资源,提高资金利用效率。
- ❖ **维持推荐评级:** 我们预计公司15-17年EPS分别为1.55、1.77和1.98元,维持推荐评级。
- ❖ **风险提示:** 销售增速放缓,新业务拓展缓慢。

万科 A (000002.SZ)

**推荐** 维持评级

分析师

胡华如

: 0755-82797993

: huhuaru@chinastock.com.cn

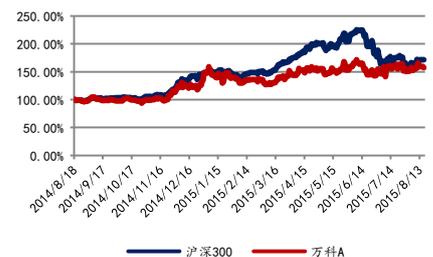
职业资格证书编号: S0130515040002

市场数据

2015-08-17

A股收盘价(元)	14.76
A股一年内最高价(元)	16.25
A股一年内最低价(元)	8.56
上证指数	3993.67
市净率	1.96
总股本(万股)	1104880.18
实际流通A股(万股)	971480.97
限售的流通A股(万股)	1903.66
流通A股市值(亿元)	1634.33

相对沪深300表现图



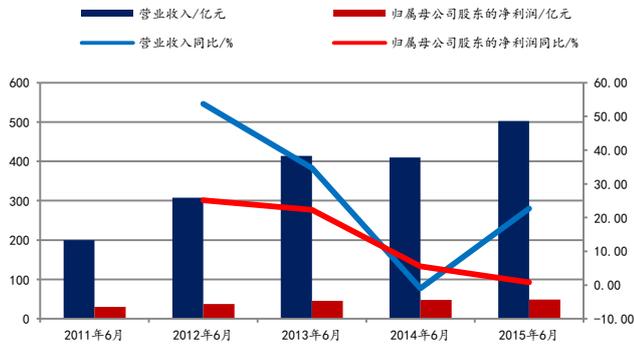
资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

销售表现靓丽,险资增持彰显中长期价值——7月月报点评(2015.8.4)  
基本面持续改善、股权回购显信心——6月月报点评(2015.7.5)  
持续受益销售改善、二万合作拉开帷幕——5月月报点评(2015.6.5)  
销售延续回升、拿地稍显积极——4月月报点评(2015.5.5)  
意向大于签约、四月值得期待——3月月报点评(2015.4.9)

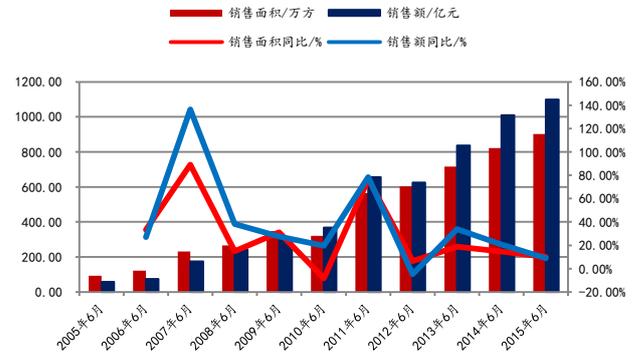
相关图表

图表 1 营业收入同比增速有所反弹



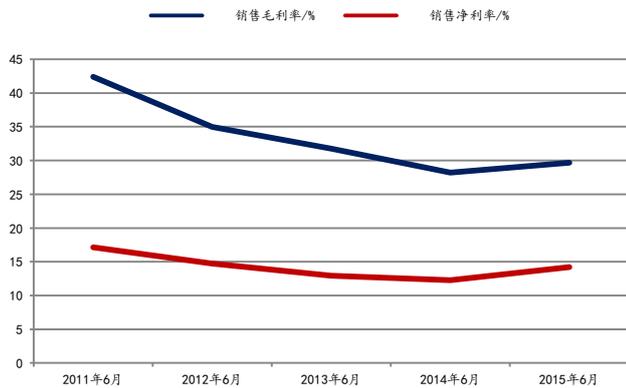
来源: Wind, 中国银河证券研究部

图表 2 销售继续创出新高



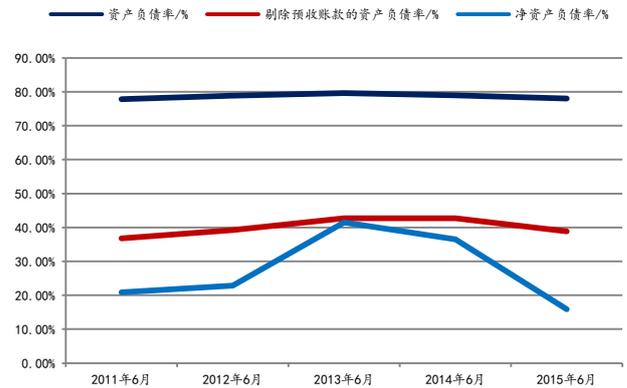
来源: Wind, 中国银河证券研究部

图表 3 净利率水平略有上升



来源: Wind, 中国银河证券研究部

图表 4 资产负债率维持低位



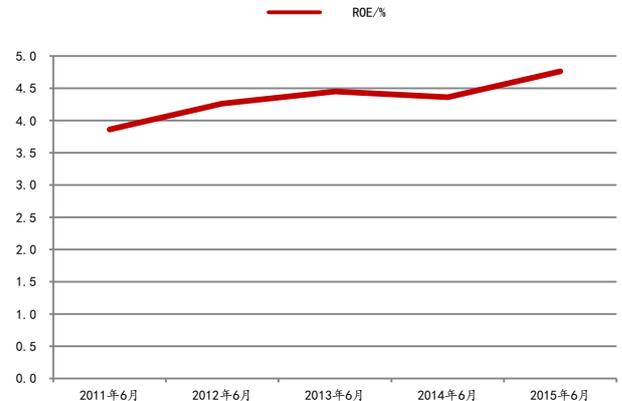
来源: Wind, 中国银河证券研究部

图表 5 投资强度维持低位



来源: Wind, 中国银河证券研究部

图表 6 净资产收益率稳步上升



来源: Wind, 中国银河证券研究部

图表 7 15 年以来公司新增地块项目清单

时间	获取的地块项目	占地面积 (万平方米)	容积率	计容建面 (万平方米)	权益	权益款 (亿元)	总地价 (亿元)
2015-07	贵阳云岩三桥项目	4.9	6.5	31.8	25%	0.38	1.52
2015-07	南昌青山湖区广电 165 亩项目	11.0	1.6	17.6	49.5%	2.42	4.89
2015-07	南通公园里项目	6.5	2.43	15.8	100%	2.74	2.74
2015-07	无锡万迪动力项目	1.8	1.3	2.4	95%	0.92	0.97
2015-07	上海嘉定安亭新镇项目	62.9	1.0	62.9	40%	6.52	16.30
2015-07	莆田市荔城区玉湖新城启动区三期项目	7.8	3.3	25.9	75%	4.66	6.21
2015-06	深圳正顺广场项目	1.3	10.1	13.0	70%	22.4	32
2015-06	福州市台江区海峡金融街项目	4.2	2.53	10.6	100%	5.05	5.05
2015-06	常熟文化片区项目	8.25	2.4	19.8	60%	4.53	7.55
2015-06	太原南站 W2 商业地块项目	2.6	3.0	7.9	100%	1.94	1.94
2015-06	太原南站 E2 商住地块项目	4.8	1.0-3.5	11.65	100%	2.41	2.41
2015-06	太原南站 N1 地块项目	8.9	3.1	27.5	100%	5.44	5.44
2015-06	太原南站 N2 地块项目	18.75	1.0-3.1	54.6	100%	11.17	11.17
2015-06	大连金域华府项目	4.4	1.83	8.0	100%	4.74	4.74
2015-05	天津东丽区民和巷花园项目	18.1	1.6	29.2	100%	11.97	11.97
2015-05	广州黄埔区长岭居项目	19.3	2.0	37.6	100%	27.7	27.7
2015-05	南昌经开区 194 项目	12.9	2.5	32.3	70%	5.29	7.56
2015-05	成都郫县成外大学城项目	16.7	3.5	56.2	55%	10.34	18.8
2015-05	贵阳龙里物流项目	13.3		10.1	50%	0.15	0.3
2015-05	武汉阳逻物流项目	14.9		7.6	100%	0.6	0.6
2015-04	杭州萧山钱江世纪城项目	12.4	2.0	24.7	50%	9.77	19.54
2015-04	嘉兴秀洲区项目	2.6	1.5	4.0	100%	1.08	1.08
2015-04	宁波高新区公园里二期项目	3.1	2.2	6.8	51%	1.38	2.71

2015-04	太原万柏林区线材厂项目	5.5	3.5	19.3	100%	3.31	3.31
2015-04	济南历下区华艺地块	10.4	3	31.2	37%	2.31	6.24
2015-04	济南天桥区小鲁庄项目	7.5	3.3	24.7	60%	2.13	3.55
2015-03	宁波鄞州区长丰路项目	3.9	2.5	9.7	100%	6.24	6.24
2015-03	珠海香洲区上冲项目	19.3	3.24	62.5	51%	1.38	2.71
2015-02	沈阳皇姑紫台项目	6.8	3	20.3	100%	6.17	6.17
2015-02	成都新都五龙山F地块项目	6.6	1.8	11.8	100%	1.58	1.58
2015-01	上海方松街道项目	5.7	1.4	8	100%	8.86	8.86
2015-01	上海奉贤南桥新城项目	5.9	2.3	13.5	85%	6.87	8.08
2015-01	南京金色半山西侧项目	12.3	1.4	17.2	100%	8.2	8.20
2015-01	南京金域蓝湾西侧项目	9.5	2.8	26.5	100%	27	27.00
2015-01	杭州未来城二期	10	2.5	25	100%	12.1	12.10
2015-01	徐州万科城B地块	32.4	2	64.8	100%	3.54	3.54
2015-01	扬州邗江中学南侧项目	8.7	2.5	21.8	75%	2.26	3.01

来源: Wind, 中国银河证券研究部

<b>利润表</b>		单位:百万元			
<b>会计年度</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	
营业收入	146388.00	165125.67	190720.15	228292.02	
营业成本	102557.06	115918.22	132550.50	161630.75	
营业税金及附加	13166.75	14464.86	16707.08	19998.28	
营业费用	4521.89	4902.52	5511.81	6574.81	
管理费用	3902.62	4171.99	4710.75	5830.94	
财务费用	640.84	831.35	3097.63	2795.40	
资产减值损失	789.76	366.14	512.18	783.64	
公允价值变动收益	11.01	0.00	0.00	0.00	
投资净收益	4159.26	2904.53	3462.45	4194.35	
<b>营业利润</b>	<b>24979.36</b>	<b>27375.11</b>	<b>31092.64</b>	<b>34872.55</b>	
营业外收入	351.87	205.16	225.33	260.79	
营业外支出	78.86	85.22	84.46	82.85	
<b>利润总额</b>	<b>25252.36</b>	<b>27495.05</b>	<b>31233.51</b>	<b>35050.49</b>	
所得税	5964.84	6494.58	7377.64	8279.25	
<b>净利润</b>	<b>19287.52</b>	<b>21000.47</b>	<b>23855.87</b>	<b>26771.24</b>	
少数股东损益	3542.07	3892.35	4315.77	4907.18	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>15745.45</b>	<b>17108.13</b>	<b>19540.10</b>	<b>21864.06</b>	
EBITDA	26550.25	29764.88	35989.26	39761.93	
EPS (摊薄)	1.43	1.55	1.77	1.98	

数据来源: 港澳资讯, 中国银河证券研究部

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**胡华如，研究员行业证券分析师。**本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

截至本证券研究报告发布之日，本公司持有本篇报告涉及之上市公司的股份达到或超过其已发行股份的 1%，特此提醒投资人注意。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司研究部

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼  
公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn  
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn  
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn  
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn  
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn