



# 一元复始 万象更新

## ——万通地产 (600246) 2015 年年报点评

2016 年 03 月 20 日

推荐/维持

万通地产

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:

公司 3 月 17 日公布 2015 年年报。报告期内, 公司实现营业收入 26.19 亿元, 比上年增加 37.00%; 实现归属于母公司所有者的净利润-6.12 亿元, 比上年同期减少 1457.78%。截至 2015 年 12 月 31 日, 公司总资产 136.68 亿元, 比上年减少-3.96%; 公司净资产 29.22 亿元, 比上年减少 17.20%。

### 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)	152.58	651.01	923.08	618.97	165.88	723.67	1110.33
增长率 (%)	-71.62%	166.25%	-60.64%	234.75%	8.72%	11.16%	20.29%
毛利率 (%)	69.27%	27.20%	17.47%	44.51%	58.37%	28.19%	19.22%
期间费用率 (%)	65.98%	9.52%	18.19%	15.37%	56.46%	12.52%	12.72%
营业利润率 (%)	-7.08%	9.80%	-5.34%	14.06%	-15.91%	9.12%	-57.95%
净利润 (百万元)	73.06	40.30	-48.77	56.20	-36.68	38.54	-647.08
增长率 (%)	1376.95%	-183.58%	-111.36%	69.94%	-150.20%	-04.35%	1226.72%
每股盈利 (季度, 元)	0.03	0.04	-0.04	0.04	-0.03	0.02	-0.53
资产负债率 (%)	67.08%	70.68%	73.21%	70.95%	72.27%	71.27%	76.63%
净资产收益率 (%)	1.75%	0.96%	-1.28%	1.45%	-0.96%	1.00%	-20.26%
总资产收益率 (%)	0.58%	0.28%	-0.34%	0.42%	-0.27%	0.29%	-4.73%

### 观点:

➤ 营业收入虽然大幅增长, 但净利润降幅较大。2015 年, 公司实现营业收入人民币 26.19 亿元, 较 2014 年的人民币 19.12 亿元上升 37.00%; 报告期内实现归属于股东的净利润人民币 -6.12 亿元, 较 2014 年的人民币 0.45 亿元大幅下降 -1460.00%; 公司毛利率 30.16%, 较 2014 年上升 1.19 个百分点, 有较小幅度的上升。总体来看, 公司 2015 年销售基本符合预期。公司稀释每股收益为人民币 -0.50 元, 较 2014 年 0.04 元降幅 -1350.00%。

**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	2015 年	2014 年	同比变动	原因分析
净利润	-5.89	0.98	-701.02%	计提杭州两个项目的减值准备
营业收入	26.19	19.12	37.00%	项目结算周期
资产负债率 (%)	76.63%	73.21%	4.67%	15.2 亿中期票据发行提升负债率
费用比率 (%)	16.06%	21.56%	-25.51%	管理费用和销售费用下降
加权 ROE (%)	-18.98%	1.22%	-1655.74%	净利率大幅下降的影响
总资产	136.68	142.31	-3.96%	本期公司资产规模保持稳定
货币资金	15.19	15.55	-2.32%	资金利用水平一定提升
预收账款	6.66	6.84	-2.63%	同比变化较小
一年内到期非流动负债	11.40	24.59	-53.64%	资产结构更加合理
经营活动净现金流	0.24	-11.83	-102.03%	积极扩大土地储备
稀释 EPS	-0.50	0.04	-1350.00%	净利润降幅较大

数据来源: 公司公告, 东兴证券研究所

可以发现, 公司净利润的大幅下降影响到一系列财务指标降幅很大。净利润的下降主要是由于2015年第四季度在杭州楼市开发商竞争激烈、去库存压力增大的情况下, 公司将万通中心项目、上园国际项目两个项目的售价根据周围均价调低所导致的会计准则规定的计提存货跌价准备。计提的减值准备并不能完全反应公司的经营状况, 由营业收入的增长可以看出公司销售业绩良好, 资产结构也非常稳定, 前景依然十分看好。

➤ **精耕京津冀, 受益一体化。**公司以京津为核心, 精耕深耕京津冀区域, 在区域内拥有大量优质土地储备。随着“京津冀一体化”战略的不断深化实施, 该地区的投资潜力变得愈发明显, 尤其是产能过剩引导的基础设施建设和京津的人口产业转移带来的购房需求使得地产投资变得更有价值。报告期内, 公司土地储备充足, 结合之前披露的项目储备情况, 预计公司储备的总货值在220亿左右, 且大部分位于京津冀核心地区。

**表 2: 2015 年房地产储备情况**

项目区域	有待开发土地面积(平方米)	规划计容建筑面积(平方米)
河北省廊坊市香河县(运河国际生态城一期)	145,853	346,639
河北省廊坊市香河县(运河国际生态城二期)	292,833.33	588,779
天津中新生态城	129,838.50	103,840

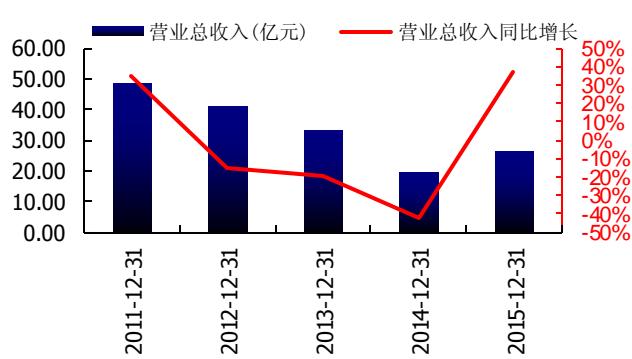
数据来源: 公司公告, 东兴证券研究所

➤ **坚持重点, 适度扩张。**公司在坚持形成在京津地区区域竞争优势的同时, 也努力向华东等经济发达地区拓展项目。2016年, 公司计划竣工5个项目, 分别为万通怀柔新新家园9.66万平方米、河北香河运河国际生态城一期12.79万平方米、天津万通中心9.36万平方米、上海万通中心8.15万平方米和杭州万通上园新新家园11.45万平方米, 其中两个位于华东地区。随着公司项目的扩张, 必将为公司带来新的增长点,

销售业绩和营业收入预计在明年有着持续增长。

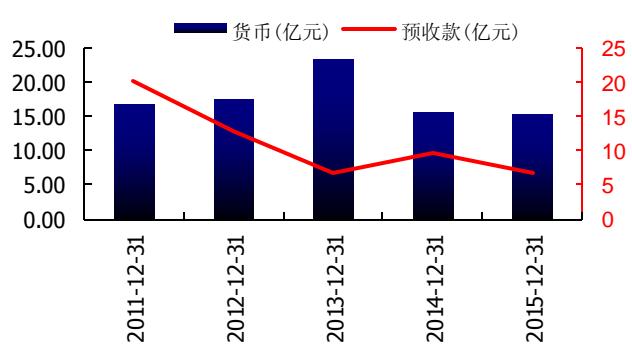
- **中期票据+定增为公司提供资金保障。** 2015年12月公司发行2015年度第一期中期票据，实际发行总额15.2亿元；公司36亿元的定增也已经取得证监会核准批复，预计将于近期实施。总体来看，50亿的再融资为公司的项目提供了足够的资金保障，增强了公司的现金流，也为公司下一步的规模扩张和模式转型奠定了基础。
- **定增入股带来转型机遇。** 随着公司的定增获证监会通过，嘉华控股正式成为公司第一大股东。作为多元化集团、有着丰富相关探索经验的嘉华控股已表示要帮助公司实现由第二产业生产型向第三产业服务型的转变。由此，此次定增不仅给公司带来资本结构的改善和现金流量的增加，而且还给公司带来了更大的转型机遇。我们预计下一步，公司会布局新能源、新材料、养老医疗、文化产业等新兴领域，为公司增添新的活力。

图 4: 营业收入情况



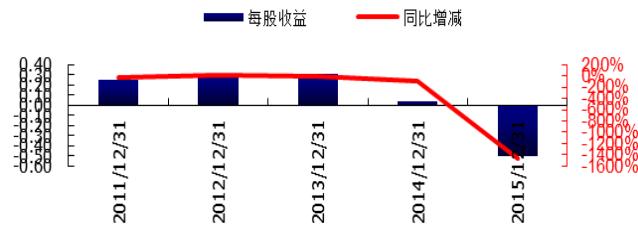
资料来源：公司公告、东兴证券

图 6: 货币和预收款情况



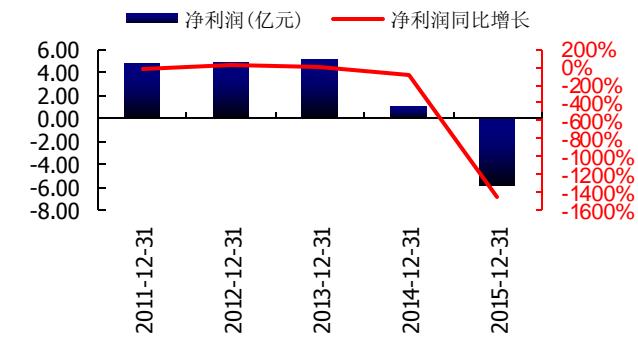
资料来源：公司公告、东兴证券

图 5: 每股收益情况

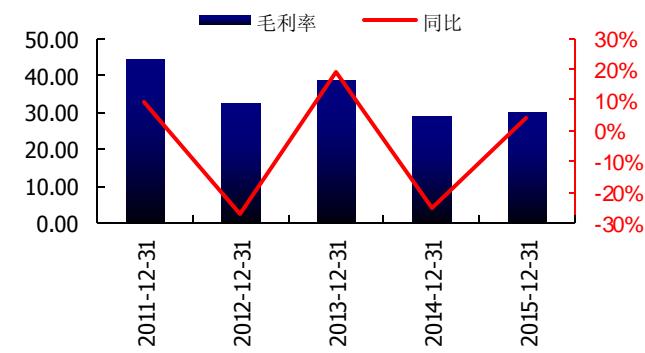


资料来源：公司公告、东兴证券

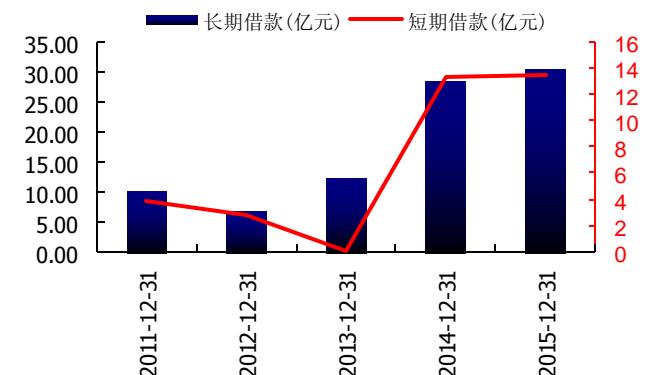
图 7: 净利润情况



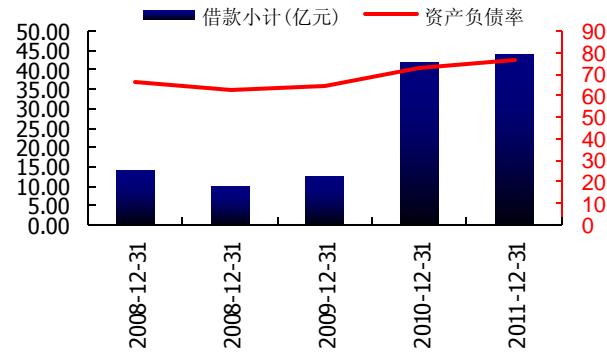
资料来源：公司公告、东兴证券

**图 8: 销售毛利率情况**


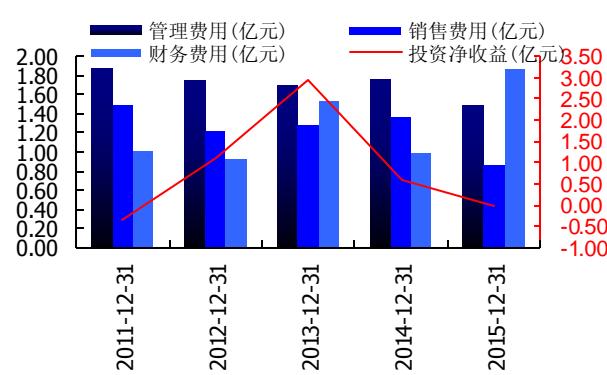
资料来源：公司公告、东兴证券

**图 10: 贷款情况**


资料来源：公司公告、东兴证券整理

**图 9: 资产负债率情况**


资料来源：公司公告、东兴证券

**图 11: 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

## 结论：

2015 年公司成功发行 15.2 亿中期票据，而近期也将定增 36 亿元，总计约 50 亿元的再融资为公司的发展提供了资金面的支持，会大大改善公司的资本结构和现金流；公司发展战略明朗清晰，坚持京津地区的竞争优势，深耕京津冀，受益于地区一体化，同时向其他有投资机遇的地区如华东拓展项目，扩大规模。公司通过定增引入控股股东嘉华集团，有望布局新能源、新材料、养老医疗、文化产业等新兴领域，为公司增添新的活力。虽然短期内公司的净利润有大幅下降，但中长期来看，随着公司销售业绩

和营业收入的稳步增长，净利润的回升是可期的。我们预计公司 2016 年-2018 年营业收入分别为 34.05 亿元、42.56 亿元和 51.07 亿元，每股收益分别为 0.16 元、0.17 元和 0.19 元，对应 PE 分别为 35.17、33.12 和 28.79，维持“推荐”评级。

**公司盈利预测表**

资产负债表					利润表						
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产合计</b>	12730	12355	15484	19236	23000	<b>营业收入</b>	1912	2619	3405	4256	5107
货币资金	1555	1519	2043	2553	3064	<b>营业成本</b>	1358	1829	2383	2979	3575
应收账款	54	57	75	93	112	<b>营业税金及附加</b>	155	274	340	426	511
其他应收款	167	190	247	309	371	<b>营业费用</b>	137	86	119	149	179
预付款项	684	666	714	773	845	<b>管理费用</b>	175	148	85	106	128
存货	10130	9923	12406	15507	18608	<b>财务费用</b>	100	187	168	270	345
其他流动资产	0	0	0	0	0	<b>资产减值损失</b>	23.74	610.42	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	1501	1313	1282	1278	1275	<b>公允价值变动收益</b>	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	513	454	454	454	454	<b>投资净收益</b>	59.21	-1.59	0.00	0.00	0.00
固定资产	32.34	27.45	24.19	20.93	17.67	<b>营业利润</b>	22	-517	309	326	370
无形资产	0	0	0	0	0	<b>营业外收入</b>	127.29	8.86	10.00	10.00	10.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	<b>营业外支出</b>	11.37	7.57	8.00	8.00	8.00
<b>资产总计</b>	14231	13668	16765	20514	24275	<b>利润总额</b>	138	-515	311	328	372
<b>流动负债合计</b>	7486	5843	8749	10726	12760	<b>所得税</b>	40	74	93	98	112
短期借款	1332	1344	5210	6780	8405	<b>净利润</b>	98	-589	218	230	260
应付账款	1535	1368	1632	2040	2448	<b>少数股东损益</b>	53	23	25	25	25
预收款项	980	690	690	690	690	<b>归属母公司净利润</b>	45	-612	193	205	235
一年内到期的非流	2459	1140	0	0	0	<b>EBITDA</b>	127	-324	480	599	718
<b>非流动负债合计</b>	2933	4631	4632	6202	7702	<b>EPS (元)</b>	0.04	-0.50	0.16	0.17	0.19
长期借款	2860	3065	4565	6065	7565	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	1506	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>负债合计</b>	10418	10474	13380	16928	20462	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	283	272	297	322	347	<b>营业收入增长</b>	-42.06%	37.00%	30.00%	25.00%	20.00%
实收资本(或股本)	1217	1217	1217	1217	1217	<b>营业利润增长</b>	-96.73%	-2484.	-159.79	5.53%	13.47%
资本公积	825	826	826	826	826	<b>归属于母公司净利润</b>	-131.47	6.21%	-131.47	6.21%	15.03%
未分配利润	1325	710	814	924	1051	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	3529	2922	3088	3264	3466	<b>毛利率(%)</b>	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>负债和所有者权</b>	14231	13668	16765	20514	24275	<b>净利率(%)</b>	5.11%	-22.49	6.39%	5.40%	5.10%
<b>现金流量表</b>					<b>单位:百万元</b>	<b>总资产净利润(%)</b>	0.32%	-4.48%	1.15%	1.00%	0.97%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	<b>ROE(%)</b>	1.28%	-20.95	6.24%	6.27%	6.79%
<b>经营活动现金流</b>	-1183	24	-1991	-2260	-2237	<b>偿债能力</b>					
净利润	98	-589	218	230	260	<b>资产负债率(%)</b>	7.3%	77%	80%	83%	84%
折旧摊销	5.86	5.41	0.00	3.28	3.28	<b>流动比率</b>	1.70	2.11	1.77	1.79	1.80
财务费用	100	187	168	270	345	<b>速动比率</b>	0.35	0.42	0.35	0.35	0.34
应收账款减少	0	0	-18	-19	-19	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	<b>总资产周转率</b>	0.15	0.19	0.22	0.23	0.23
<b>投资活动现金流</b>	-95	106	32	0	0	<b>应收账款周转率</b>	29	47	52	51	50
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	<b>应付账款周转率</b>	1.44	1.80	2.27	2.32	2.28
长期股权投资减少	0	0	32	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	59	-2	0	0	0	<b>每股收益(最新摊薄)</b>	0.04	-0.50	0.16	0.17	0.19
<b>筹资活动现金流</b>	606	-90	2482	2771	2747	<b>每股净现金流(最新)</b>	-0.55	0.03	0.43	0.42	0.42
应付债券增加	0	0	-1506	0	0	<b>每股净资产(最新摊)</b>	2.90	2.40	2.54	2.68	2.85
长期借款增加	0	0	1500	1500	1500	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	0	0	0	<b>P/E</b>	150.13	-11.07	35.17	33.12	28.79
资本公积增加	-162	1	0	0	0	<b>P/B</b>	1.92	2.32	2.20	2.08	1.96
<b>现金净增加额</b>	-673	40	524	511	511	<b>EV/EBITDA</b>	93.40	-37.99	30.24	28.49	27.41

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，需注明出自为东兴证券研究所，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。