

万科A (000002.SZ) 房地产开发行业

评级：增持 首次评级

公司研究

市场价格(人民币)：24.43元

品牌溢价、资源整合的显著受益者

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)	9,708.33
流通港股(百万股)	1,314.96
总市值(百万元)	269,685.99
年内股价最高最低(元)	3908.89/12.60
沪深300指数	3264.49
深证成指	10640.27



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

投资逻辑

- ❖ **业绩增长超出预期**：公司2015年实现营业收入1955.5亿元，增长33.6%；实现归属于上市公司股东净利润181.2亿元，增长15.1%；加权ROE为19.1%，与2014年基本相当。公司业绩增速超出2014年10.9个百分点，主因结算量增长显著(+35.4%)，且地产业务结算毛利率为19.46%，相比2014年仅下降了1.3个百分点，公司业绩增速超出了市场预期。
- ❖ **净利率企稳回升**：公司2015年销售净利率13.3%，相比2014年略有回升。分板块来看，房地产税后毛利率下降不大、物业服务上升4.1个百分点、其他业务上升10.8个百分点。考虑到2015年销售均价12,649元每平方米（相对结算单价增长13.4%）、拿地平均楼面价4,941元每平方米（相比2014年增长13.0%）、三项费率的有效控制等因素，我们认为公司净利率企稳向好的趋势还会延续。
- ❖ **销售增速持续走高**：公司2015年实现销售面积2,067.1万方，销售金额2,614.7亿元，同比分别增长14.3%和20.7%。4月6日公司发布月报，2016年Q1完成销售面积545.7万方、销售金额752.4亿，同比增长37.9%和62.4%。三月销售额不仅创出月度新高、平均销售单价也再次突破14,000元。公司品牌溢价能力、存货供应弹性和合伙人制度是公司销售增速持续走高的重要因素。在去库存的大背景下，公司销售的弹性并未因为项目布局66个城市和市场持续分化而有所削弱。
- ❖ **物业服务拓展明显、财务指标稳健**：2015年公司物业服务合同建面达到2.15亿平方米，较2014年增长107.8%，其中包干制、酬金制和睿服务约占比0.67、0.22和0.11。另外，公司土地储备充足，在建权益建面3,147万方，规划权益建面3,976万方（不含更新改造项目）。财务安全方面，2015年底公司持有货币资金531.8亿，远超短期借款和一年内到期有息负债266.5亿，净负债率19.3%，维持在行业较低水平；公司由于大部分收入和开支以人民币计值，受到人民币汇率波动的直接影响十分有限。

投资建议

- ❖ 我们预计公司2016年实现EPS1.90元，对应当前股价13PE，考虑到公司新型业务拓展和市占率持续提升，首次覆盖给予增持评级。

风险提示

- ❖ 重大资产重组和股票复牌对公司的影响存在较大不确定性。

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

内容目录

公司简介.....	3
毛利率下滑趋势减缓	3
销售持续保持高增长	4
拿地积极保证存货弹性.....	5
新型业务有序开展.....	5
风险提示.....	6

图表目录

图表 1: 近十多年销售额表现.....	3
图表 2: 2015 年业绩增长明显	3
图表 3: 房地产结算毛利率下滑幅度减缓.....	4
图表 4: 公司 ROE (摊薄) 维持在较高水平.....	4
图表 5: 3 月销售面积接近去年 12 月水平	4
图表 6: 3 月销售额创新高	4
图表 7: 3 月销售单价再次突破 14,000 元.....	5
图表 8: 2015 年拿地横向初步对比 (非正式口径)	5

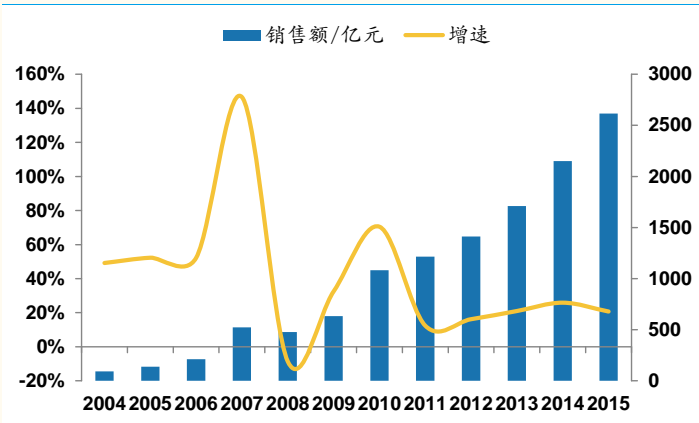
公司简介

万科企业股份有限公司（以下简称“万科”或“公司”）成立于 1984 年，1988 年进入房地产行业，经过三十余年的发展，已成为国内领先的房地产公司，目前主营业务包括房地产开发和物业服务。公司聚焦城市圈带的发展战略，截至 2015 年底，公司进入中国大陆 66 个城市，分布在以珠三角为核心的广深区域、以长三角为核心的上海区域、以环渤海为核心的北京区域，以及由中西部中心城市组成的成都区域。此外，公司自 2013 年起开始尝试海外投资，目前已经进入香港、新加坡、旧金山、纽约、伦敦等 5 个海外城市，参与数 10 个房地产开发项目。

公司物业服务业务以万科物业发展有限公司（“万科物业”）为主体展开。万科物业始终以提供一流水准的物业服务、做好建筑打理作为企业立命之本，积极开展市场化，为更多客户提供优质的居住服务。截至 2015 年底，公司物业服务覆盖中国大陆 64 个大中城市，服务项目近千个，合同管理面积 2.1 亿平方米。

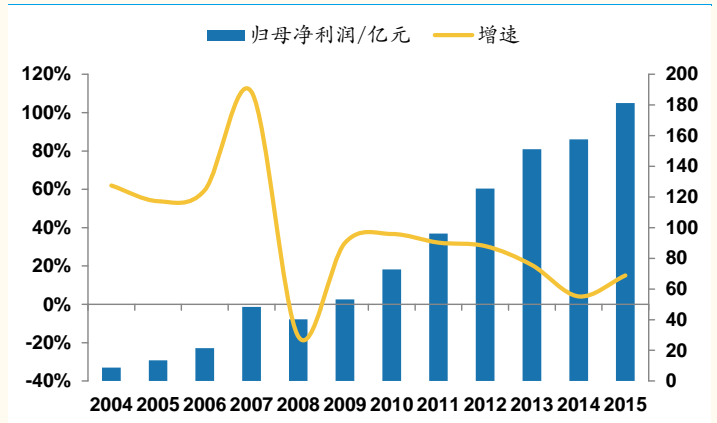
在过去十多年的历史中，公司分别在行业发展的关键阶段及时完成了专业能力打造、城市布局和区域深耕，从而多次引领同行取得了关键性突破。2005 年公司销售额首次突破百亿、2007 年迅速突破 500 亿、2010 年率先突破千亿，2014 年突破 2000 亿，预计公司 2016 年销售额能突破 3000 亿。

图表 1：近十多年销售额表现



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 2：2015 年业绩增长明显



来源：公司公告、国金证券研究所

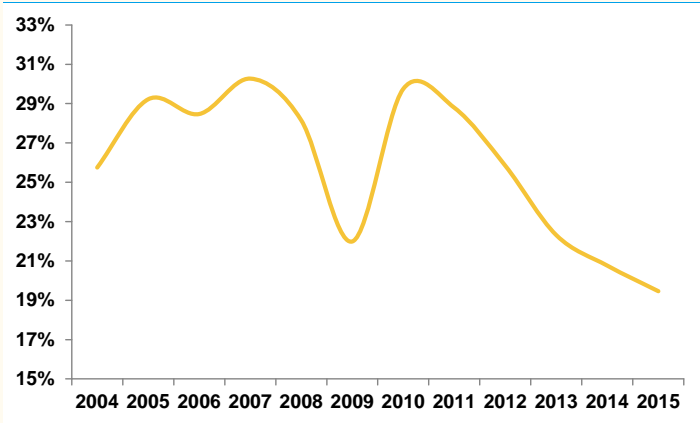
公司收入构成较为简单，主营业务中房地产业务占比 98.5%，剩余是物业管理。截止到 2015 年底，公司房地产业务已经进入中国大陆 66 个城市，境外 5 个城市（分别是旧金山、香港、新加坡、纽约和伦敦，2015 公司海外项目贡献销售收入 28.8 亿）。物业管理方面，公司已经覆盖中国大陆 64 个大中城市，提供服务的合同项目 980 个，服务合同约定的建面 2.15 亿平方米，较 2014 年增长 107.8%。公司在 2015 年大量开拓非住宅产品的物业管理，比如在 42 个城市最终选定 21 个写字楼项目。我们有理由相信，公司物业管理已经进入快速发展阶段。

毛利率下滑趋势减缓

- 相比大部分地产公司，万科的毛利率表现相对稳健，特别是 2015 年毛利率下滑的幅度有所减缓。在当前房地产市场背景下，毛利率下滑趋势对于布局较广的地产公司而言难以避免，主因是地价成本抬升相比房价上涨更为迅速，房屋地价占据房屋售价口径比例提升所致，但公司努力通过逆周期拿地和合作开发等方式减缓毛利率下滑趋势，我们目前已经看到了一定效果。
- ROE 的维持与净利率的保持和周转率的提升有明显关系。尽管毛利率下滑，但公司三项费率均取得显著下降，2015 年公司销售费率（销售费用/营业总收入）从 2014 年的 3.09% 降低到 2.12%、管理费率从 2014 年的 2.67% 降低到 2.43%、财务费率从 2014 年的 0.44% 下降到 0.24%。从业务板块

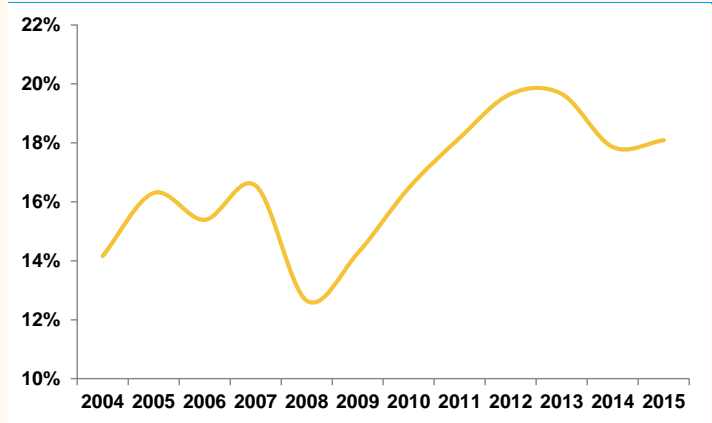
上看，公司新型业务的毛利率很可能突破传统地产业务的约束。实际上2015年公司净利润全口径增长34.5%，高于收入的增长33.6%。此外，公司的存货周转率也有明显提升，从2014年的0.32上升到0.40，在行业内处于很高的水平。

图表3：房地产结算毛利率下滑幅度减缓



来源：公司公告、国金证券研究所

图表4：公司ROE（摊薄）维持在较高水平

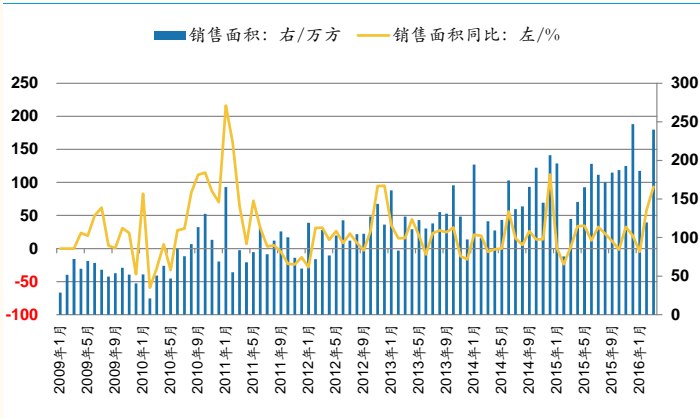


来源：公司公告、国金证券研究所

销售持续保持高增长

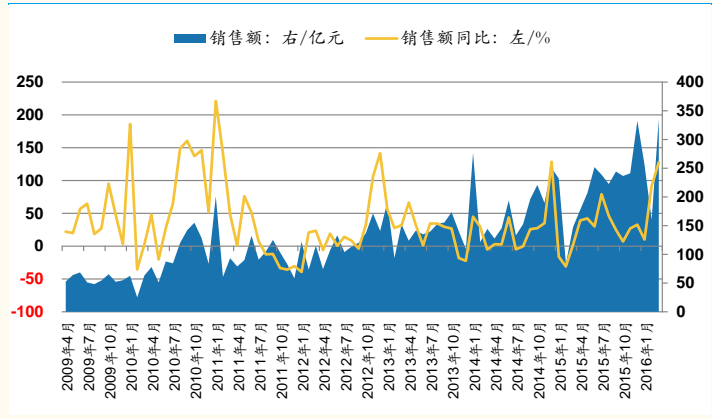
- 2016年1-3月，公司累计实现销售面积545.7万平方米，销售金额752.4亿元，同比增速分别高达37.9%和62.4%。

图表5：3月销售面积接近去年12月水平



来源：公司公告、国金证券研究所

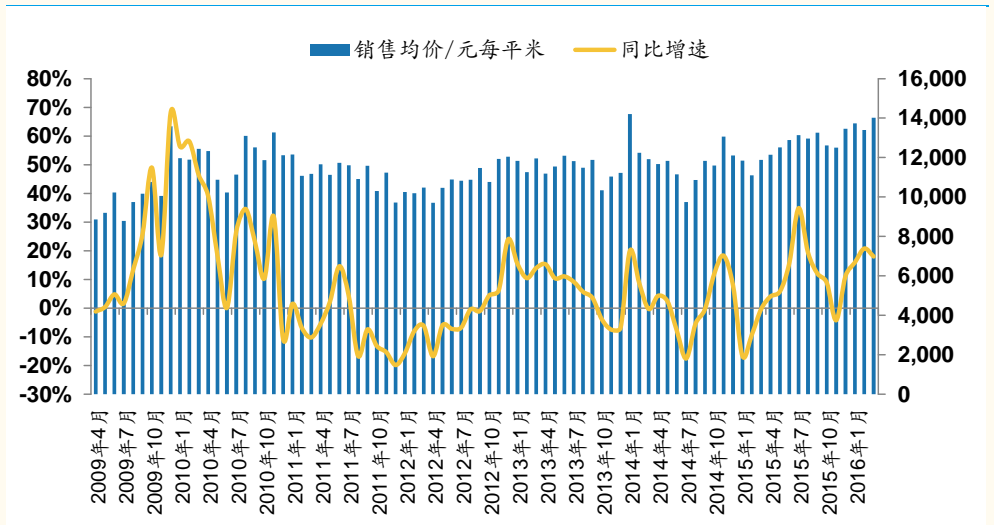
图表6：3月销售额创新高



来源：公司公告、国金证券研究所

- 3月销售均价为14,016元每平方米，接近历史月度峰值（2014年1月）。

图表 7: 3 月销售单价再次突破 14,000 元



来源: 国金证券研究所

- 从 2012 年 10 月以来, 专注最广大的刚性和改善性住房需求市场, 公司的月度销售均价大体上保持着 10% 的同比增速。往未来看, 我们认为公司的品牌溢价、存货供应弹性的优势将更趋明显, 而且考虑到总体的单价水平并不高, 未来销售单价波动的风险较小。

拿地积极保证存货弹性

- 公司在拿地方面的核心策略是: 密切关注、灵活创新、不拿地王。2015 年公司根据市场变化积极补充项目资源, 新增项目全口径建面 2,201 万平方米, 约占全年销售面积的 106%; 全口径地价款 1090 亿元, 约占全年销售金额的 42%。其中, 一线城市地价款占新项目总价款的 38%。公司严格把控投资质量, 没有购买一块高价地, 最贵的土地楼面价也仅为 2 万元每平方米左右。
- 截至 2015 年底, 公司在中国大陆拥有 472 个主要开发项目, 在建项目权益建筑面积合计约 3,147 万方, 规划中项目权益建面约 3,976 万方。此外, 公司还参与了 8 个城市更新改造类项目, 相关项目按万科权益计算的规划建面约 301 万方。

图表 8: 2015 年拿地横向初步对比 (非正式口径)

企业	拿地数量 (宗)	土地面积 (万方)	规划建筑面积 (万方)	拿地总价 (亿元)	楼面地价 (元/每平方米)
中海	26	214.1	693.6	397.5	5722
万科	115	661.3	1700.1	853.4	5090
金地	30	140.9	328.8	189.7	6176
保利	62	383.9	1144.8	513.7	5232
招商	24	76.1	221.0	150.9	8524

来源: Wind, 国金证券研究所 (这里数据与公司发布数据有些许差异, 主因 wind 统计口径不一致)

新型业务有序开展

- 公司在积极从房地产开发商向城市综合配套服务商进行转型。2015 年, 公司内部相继提出“八爪鱼”、“V-LINK”等战略构想, 长租公寓、社区营地教育、养老地产、消费地产、独家地产、园区地产等新业务在有序开展。
- 物流地产实现突破: 2015 年万科已经或计划进入 22 个城市, 并已经或计划取得 29 个项目, 总建筑面积近 300 万平方米, 与 200 多家行业客户建立联系。

- 商业物业发展迅速：截止 2015 年底，万科已在 10 个城市开业购物中心 17 个，经营管理面积 74 万平方米，其中 2015 年开业项目 5 个，管理面积 22 万平方米。
- 国际化持续推进：2015 年，万科的海外项目销售面积 2.8 万平方米，销售额 28.8 亿元。同年首次在英国伦敦中标 1 个住宅项目和 1 个郊区资产包。截止 2015 年底，公司已在 4 个国家或地区获得 30 个项目，其中香港 5 个、新加坡 1 个、美国 10 个、英国 14 个。

风险提示

重大资产重组和股票复牌对公司的影响存在较大不确定性。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	135,419	146,388	195,549	229,005	254,497	281,837
增长率		8.1%	33.6%	17.1%	11.1%	10.7%
主营业务成本	-92,798	-102,557	-138,151	-165,341	-186,037	-207,714
%销售收入	68.5%	70.1%	70.6%	72.2%	73.1%	73.7%
毛利	42,621	43,831	57,399	63,663	68,460	74,123
%销售收入	31.5%	29.9%	29.4%	27.8%	26.9%	26.3%
营业税金及附加	-11,545	-13,167	-17,980	-20,885	-23,414	-25,563
%销售收入	8.5%	9.0%	9.2%	9.1%	9.2%	9.1%
营业费用	-3,865	-4,522	-4,138	-5,931	-6,821	-7,356
%销售收入	2.9%	3.1%	2.1%	2.6%	2.7%	2.6%
管理费用	-3,003	-3,903	-4,745	-4,878	-5,039	-5,299
%销售收入	2.2%	2.7%	2.4%	2.1%	2.0%	1.9%
息税前利润 (EBIT)	24,209	22,240	30,535	31,969	33,186	35,906
%销售收入	17.9%	15.2%	15.6%	14.0%	13.0%	12.7%
财务费用	-892	-641	-478	930	1,786	2,719
%销售收入	0.7%	0.4%	0.2%	-0.4%	-0.7%	-1.0%
资产减值损失	-60	-790	-496	-393	-96	-101
公允价值变动收益	-1	11	0	0	0	0
投资收益	1,005	4,159	3,562	3,669	3,779	3,892
%税前利润	4.1%	16.5%	10.5%	10.0%	9.7%	9.1%
营业利润	24,261	24,979	33,123	36,174	38,655	42,416
营业利润率	17.9%	17.1%	16.9%	15.8%	15.2%	15.0%
营业外收支	30	273	680	476	491	305
税前利润	24,291	25,252	33,803	36,651	39,146	42,721
利润率	17.9%	17.3%	17.3%	16.0%	15.4%	15.2%
所得税	-5,993	-5,965	-7,853	-8,268	-8,659	-9,343
所得税率	24.7%	23.6%	23.2%	22.6%	22.1%	21.9%
净利润	18,298	19,288	25,949	28,382	30,487	33,378
少数股东损益	3,179	3,542	7,830	7,439	6,843	6,296
归属于母公司的净利润	15,119	15,745	18,119	20,944	23,643	27,082
净利率	11.2%	10.8%	9.3%	9.1%	9.3%	9.6%
现金流量表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	18,298	19,288	25,949	28,382	30,487	33,378
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	239	1,339	1,212	1,207	983	1,056
非经营收益	-641	-4,391	-4,675	-2,835	-3,107	-2,956
营运资金变动	-16,008	25,487	-6,440	6,577	3,088	11,124
经营活动现金净流	1,888	41,722	16,046	33,330	31,451	42,602
资本开支	-2,438	-1,830	-2,059	-693	-1,709	-1,918
投资	-6,856	2,450	-15,913	-6,588	-7,542	-7,954
其他	1,339	-4,107	-2,976	3,669	3,779	3,892
投资活动现金净流	-7,954	-3,487	-20,947	-3,613	-5,472	-5,980
股权募资	3,184	2,422	4,296	2,807	3,088	6,793
债权募资	3,514	-7,843	5,806	-11,241	9,544	926
其他	-8,755	-14,196	-15,205	-1,094	-7,906	-8,370
筹资活动现金净流	-2,057	-19,617	-5,103	-9,528	4,726	-652
现金净流量	-8,124	18,618	-10,005	20,189	30,705	35,970

资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	44,365	62,715	53,180	73,370	104,074	140,044
应收款项	37,894	50,819	77,996	86,377	91,687	95,697
存货	331,133	317,726	368,122	404,112	430,892	456,629
其他流动资产	28,654	33,509	47,604	51,626	61,061	65,350
流动资产	442,047	464,769	546,902	615,485	687,715	757,720
%总资产	92.2%	91.4%	89.5%	89.6%	89.6%	89.5%
长期投资	24,814	27,348	45,407	51,995	59,537	67,490
固定资产	3,043	4,178	5,638	6,042	6,528	6,991
%总资产	0.6%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.8%
无形资产	695	1,418	1,695	926	826	734
非流动资产	37,159	43,639	64,393	71,067	79,768	88,880
%总资产	7.8%	8.6%	10.5%	10.4%	10.4%	10.5%
资产总计	479,205	508,408	611,295	686,552	767,482	846,600
短期借款	32,624	22,832	26,646	25,433	26,146	27,132
应付款项	288,965	315,530	383,167	443,484	487,936	532,381
其他流动负债	7,333	7,292	10,248	12,146	12,735	13,551
流动负债	328,922	345,654	420,062	481,063	526,818	573,064
长期贷款	36,683	34,537	33,829	24,829	33,729	33,730
其他长期负债	8,161	12,886	21,385	20,303	20,189	20,072
负债	373,766	393,077	475,276	526,195	580,735	626,866
普通股股东权益	76,896	87,603	99,893	116,792	136,339	163,030
少数股东权益	28,543	27,729	36,126	43,565	50,408	56,704
负债股东权益合计	479,205	508,408	611,295	686,552	767,482	846,600
比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	1.373	1.427	1.640	1.897	2.142	2.453
每股净资产	6.981	7.937	9.039	10.568	12.337	14.752
每股经营现金净流	0.175	3.780	1.452	3.016	2.846	3.855
每股股利	0.070	0.100	0.130	0.620	0.650	0.650
回报率						
净资产收益率	19.66%	17.97%	18.14%	17.93%	17.34%	16.61%
总资产收益率	3.15%	3.10%	2.96%	3.05%	3.08%	3.20%
投入资本收益率	9.97%	9.19%	10.85%	10.76%	9.71%	9.35%
增长率						
主营业务收入增长率	31.33%	8.10%	33.58%	17.11%	11.13%	10.74%
EBIT增长率	15.60%	-8.13%	37.30%	4.70%	3.81%	8.20%
净利润增长率	20.46%	4.15%	15.08%	15.59%	12.89%	14.54%
总资产增长率	26.51%	6.09%	20.24%	12.31%	11.79%	10.31%
资产管理能力						
应收账款周转天数	6.7	6.2	4.1	5.7	5.4	5.1
存货周转天数	1,153.0	1,154.6	906.0	892.1	845.4	802.4
应付账款周转天数	214.0	233.1	209.4	202.5	207.4	198.5
固定资产周转天数	5.7	5.8	9.2	8.1	7.3	6.5
偿债能力						
净负债/股东权益	30.67%	5.43%	19.34%	-2.55%	-13.49%	-27.38%
EBIT利息保障倍数	27.1	34.7	63.9	-34.4	-18.6	-13.2
资产负债率	78.00%	77.32%	77.75%	76.64%	75.67%	74.05%

来源：公司年报、国金证券研究所

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

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