

# 万科A (000002.SZ) 房地产开发行业

评级: 增持 维持评级

公司点评

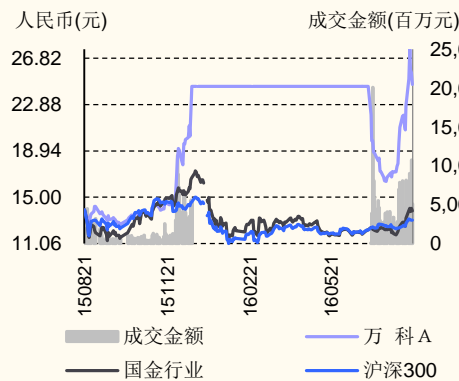
市场价格(人民币): 24.59元

## 增长略低预期、股权之争影响显现

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)	9,708.35
流通港股(百万股)	1,314.96
总市值(百万元)	271,452.75
年内股价最高最低(元)	3908.89/12.60
沪深300指数	3365.02
深证成指	10872.71



### 相关报告

- 《布局轨道交通, 开启新增长-万科A公司点评》, 2016.6.20
- 《品牌溢价、资源整合的显著受益者-万科A公司研究》, 2016.4.8

### 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)	7.98	9.05	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	12.96	11.48	10.02
行业优化市盈率(倍)	27.70	46.45	37.86	37.86	37.86
净利润增长率(%)	4.15%	15.08%	15.59%	12.89%	14.54%
净资产收益率(%)	17.87%	18.11%	17.93%	17.34%	16.61%
总股本(百万股)	11,037.51	11,051.61	11,039.15	11,039.15	11,039.15

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 事件

❖ 公司8月21日发布中报, 上半年实现营业收入748.0亿, 增长48.8%, 实现归属于上市公司股东净利润53.5亿, 增长10.4%, 加权平均ROE为5.2%, 相比去年同期减少了0.2个百分点。

### 分析要点

- ❖ **结算毛利率下滑, 业绩增速低于营收:** 公司上半年结算收入中, 相当比例的项目是2014年房地产市场调整期内出售的(特别是长沙、杭州、无锡、沈阳、重庆、宁波、西安区域), 结算毛利率相对较低。2016上半年公司销售毛利率为26.3%, 相比去年同期的30.5%下降了4.2个百分点, 导致净利率回落到历史低位9.5%。从销售情况来看, 公司上半年完成销售额1901亿, 同比增长69.9%, 显著高于行业增速44.4%, 销售均价为13,490元每平方米, 相比上半年结算单价11,074元每平方米增长了21.8%, 后期毛利率回升确定性较强。
- ❖ **坚持理性拿地, 保障低成本优势:** 上半年主要城市土地竞拍激烈异常, 地王频出, 公司坚守审慎投资策略, 理性根据市场环境合理补充项目资源。上半年公司新获取项目70个, 权益建面849万方, 权益地价466亿, 仅占上半年销售额的24.5%, 相比去年四季度投资强度有所减弱。值得说明的是, 上半年新增地块楼面均价仅为5,488元每平方米。截止到上半年末公司权益建面合计3,582万方, 能满足未来两年的开发要求。此外, 公司参与的旧城改造项目权益建面为294万方。
- ❖ **物业管理保持龙头地位、物流地产快速拓展:** 公司物业管理业务板块继续积极拓展, 特别是在商业和写字楼领域, 6月万科物业继续蝉联全国物业服务百强榜首。物流地产方面, 公司采用聚焦大客户和重点城市策略, 高举高打, 上半年完成了大型资产包的收购整合, 形成土地招拍挂、战略合作、单项目并购、资产包并购等多元投资方式。

### 投资建议

- ❖ 公司上半年完成竣工面积占全年比例34.0%, 再考虑到全年毛利率的回升, 我们暂不调整盈利预测, 预计公司2016年实现EPS1.90元, 当前股价对应P/E为13X, 考虑到股权事件解决依旧不明朗, 我们维持增持评级。

### 风险提示

- ❖ 股权事件存在较大不确定性。

胡华如 分析师 SAC 执业编号: S1130516010001  
(86755)83831622  
huhuaru@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	135,419	146,388	195,549	229,005	254,497	281,837	货币资金	44,365	62,715	53,180	73,369	104,074	140,043
增长率		8.1%	33.6%	17.1%	11.1%	10.7%	应收款项	37,894	50,819	77,996	86,377	91,687	95,697
主营业务成本	-92,798	-102,557	-138,151	-165,341	-186,037	-207,714	存货	331,133	317,726	368,122	404,112	430,892	456,629
%销售收入	68.5%	70.1%	70.6%	72.2%	73.1%	73.7%	其他流动资产	28,654	33,509	47,604	51,626	61,061	65,350
毛利	42,621	43,831	57,399	63,663	68,460	74,123	流动资产	442,047	464,769	546,902	615,485	687,714	757,720
%销售收入	31.5%	29.9%	29.4%	27.8%	26.9%	26.3%	%总资产	92.2%	91.4%	89.5%	89.6%	89.6%	89.5%
营业税金及附加	-11,545	-13,167	-17,980	-20,885	-23,414	-25,563	长期投资	24,814	27,348	45,407	51,995	59,537	67,490
%销售收入	8.5%	9.0%	9.2%	9.1%	9.2%	9.1%	固定资产	3,043	4,142	5,516	6,042	6,528	6,991
营业费用	-3,865	-4,522	-4,138	-5,931	-6,821	-7,356	%总资产	0.6%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.8%
%销售收入	2.9%	3.1%	2.1%	2.6%	2.7%	2.6%	无形资产	695	1,418	1,695	926	826	734
管理费用	-3,003	-3,903	-4,745	-4,878	-5,039	-5,299	非流动资产	37,159	43,603	64,271	71,067	79,768	88,880
%销售收入	2.2%	2.7%	2.4%	2.1%	2.0%	1.9%	%总资产	7.8%	8.6%	10.5%	10.4%	10.4%	10.5%
息税前利润 (EBIT)	24,209	22,240	30,535	31,969	33,186	35,906	<b>资产总计</b>	<b>479,205</b>	<b>508,372</b>	<b>611,173</b>	<b>686,552</b>	<b>767,482</b>	<b>846,600</b>
%销售收入	17.9%	15.2%	15.6%	14.0%	13.0%	12.7%	短期借款	32,624	22,832	26,646	25,433	26,146	27,132
财务费用	-892	-641	-478	930	1,786	2,719	应付款项	288,965	315,530	383,167	443,484	487,936	532,381
%销售收入	0.7%	0.4%	0.2%	-0.4%	-0.7%	-1.0%	其他流动负债	7,333	7,292	10,248	12,146	12,735	13,551
资产减值损失	-60	-790	-496	-393	-96	-101	流动负债	328,922	345,654	420,062	481,063	526,818	573,064
公允价值变动收益	-1	11	0	0	0	0	长期贷款	36,683	34,537	33,829	24,829	33,729	33,730
投资收益	1,005	4,159	3,562	3,669	3,779	3,892	其他长期负债	8,161	12,324	21,096	20,303	20,189	20,072
%税前利润	4.1%	16.5%	10.5%	10.0%	9.7%	9.1%	<b>负债</b>	<b>373,766</b>	<b>392,515</b>	<b>474,986</b>	<b>526,195</b>	<b>580,735</b>	<b>626,866</b>
营业利润	24,261	24,979	33,123	36,174	38,655	42,416	<b>普通股股东权益</b>	<b>76,896</b>	<b>88,128</b>	<b>100,061</b>	<b>116,792</b>	<b>136,339</b>	<b>163,030</b>
营业利润率	17.9%	17.1%	16.9%	15.8%	15.2%	15.0%	少数股东权益	28,543	27,729	36,126	43,565	50,408	56,704
营业外收支	30	273	680	476	491	305	<b>负债股东权益合计</b>	<b>479,205</b>	<b>508,372</b>	<b>611,173</b>	<b>686,552</b>	<b>767,482</b>	<b>846,600</b>
税前利润	24,291	25,252	33,803	36,651	39,146	42,721	<b>比率分析</b>						
利润率	17.9%	17.3%	17.3%	16.0%	15.4%	15.2%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-5,993	-5,965	-7,853	-8,268	-8,659	-9,343	<b>每股指标</b>						
所得税率	24.7%	23.6%	23.2%	22.6%	22.1%	21.9%	每股收益	1.373	1.427	1.640	1.897	2.142	2.453
净利润	18,298	19,288	25,949	28,382	30,487	33,378	每股净资产	6.981	7.984	9.054	10.568	12.337	14.752
少数股东损益	3,179	3,542	7,830	7,439	6,843	6,296	每股经营现金净流	0.175	3.780	1.452	3.016	2.846	3.855
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>15,119</b>	<b>15,745</b>	<b>18,119</b>	<b>20,944</b>	<b>23,643</b>	<b>27,082</b>	每股股利	0.410	0.500	0.720	0.620	0.650	0.650
净利率	11.2%	10.8%	9.3%	9.1%	9.3%	9.6%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	19.66%	17.87%	18.11%	17.93%	17.34%	16.61%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	3.15%	3.10%	2.96%	3.05%	3.08%	3.20%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	9.97%	9.16%	10.84%	10.76%	9.71%	9.35%
净利润	18,298	19,288	25,949	28,382	30,487	33,378	<b>增长率</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	31.33%	8.10%	33.58%	17.11%	11.13%	10.74%
非现金支出	239	1,339	1,212	1,207	983	1,056	EBIT增长率	15.60%	-8.13%	37.30%	4.70%	3.81%	8.20%
非经营收益	-641	-4,391	-4,675	-2,835	-3,107	-2,956	净利润增长率	20.46%	4.15%	15.08%	15.59%	12.89%	14.54%
营运资金变动	-16,008	25,487	-6,440	6,577	3,088	11,124	总资产增长率	26.51%	6.09%	20.22%	12.33%	11.79%	10.31%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,888</b>	<b>41,722</b>	<b>16,046</b>	<b>33,330</b>	<b>31,451</b>	<b>42,602</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-2,438	-1,830	-2,059	-815	-1,709	-1,918	应收账款周转天数	6.7	6.2	4.1	5.7	5.4	5.1
投资	-6,856	2,450	-15,913	-6,588	-7,542	-7,954	存货周转天数	1,153.0	1,154.6	906.0	892.1	845.4	802.4
其他	1,339	-4,107	-2,976	3,669	3,779	3,892	应付账款周转天数	214.0	233.1	209.4	202.5	207.4	198.5
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-7,954</b>	<b>-3,487</b>	<b>-20,947</b>	<b>-3,735</b>	<b>-5,472</b>	<b>-5,980</b>	固定资产周转天数	5.7	5.8	9.2	8.1	7.3	6.5
股权募资	3,184	2,422	4,296	2,807	3,088	6,793	<b>偿债能力</b>						
债权募资	3,514	-7,843	5,806	-10,951	9,544	926	净负债/股东权益	30.67%	5.41%	19.32%	-2.55%	-13.49%	-27.38%
其他	-8,783	-10,968	-13,081	-1,263	-7,906	-8,370	EBIT利息保障倍数	27.1	34.7	63.9	-34.4	-18.6	-13.2
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-2,086</b>	<b>-16,389</b>	<b>-2,980</b>	<b>-9,407</b>	<b>4,726</b>	<b>-652</b>	资产负债率	78.00%	77.21%	77.72%	76.64%	75.67%	74.05%
<b>现金净流量</b>	<b>-8,152</b>	<b>21,846</b>	<b>-7,881</b>	<b>20,189</b>	<b>30,705</b>	<b>35,970</b>							

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-04-08	增持	24.43	26.00~27.00
2	2016-06-20	增持	24.43	N/A

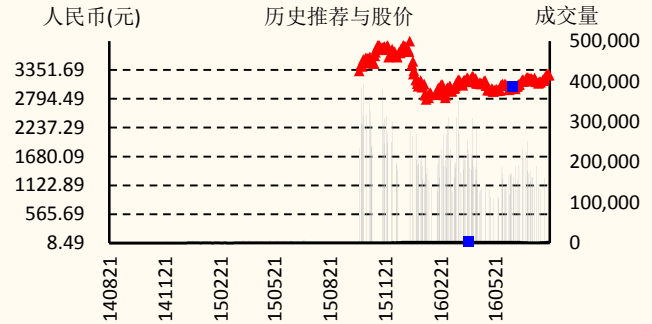
来源：国金证券研究所

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