

# 万科A (000002.SZ) 房地产开发行业

评级：增持 维持评级

公司点评

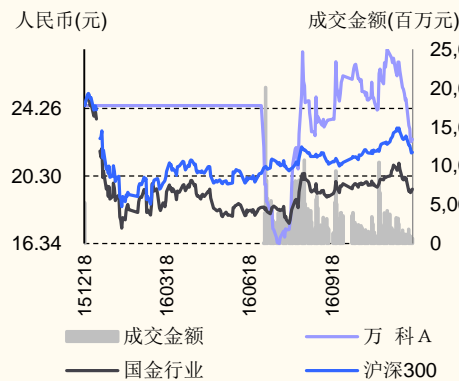
市场价格(人民币)：22.46元

## 终止地铁资产重组，股权争夺逐渐明朗

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)	9,708.11
流通港股(百万股)	1,314.96
总市值(百万元)	247,939.35
年内股价最高最低(元)	3908.89/16.34
沪深300指数	3346.03
深证成指	10334.76



### 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	11.84	10.49	9.16
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

公司于2016年12月18日发布公告，董事会同意公司终止发行股份购买深圳地铁旗下资产交易事项并与地铁集团签署终止协议。

### 要点分析

- **股东态度不一是终止与深圳地铁资产重组的主因**：公司在今年6月17日的董事会首次审议通过购买资产相关议案，7月2日复牌时发布交易预案修订稿，拟发行28.7亿股收购地铁集团旗下前海国际100%股权（交易对价456亿，发行价格15.88元每股）。根据相关规定，发行股份购买资产的首次董事会决议公告后，董事会应在6个月之内发布召开股东大会通知，否则一般需要重新召开董事会进行锁价。公司当前股东无法就交易方案及相应调整形成一致意见，而且目前股价也显著高于之前预定的定增价格，公司最终选择与地铁集团终止资产重组。
- **股权争夺或逐步明朗**：由于公司股票在前期受到险资大幅增持，而资金来源等问题的监管超出了证监会的一般权限，使得前期股权争夺难有定论。近期随着证监会主席的高调表态、保险会随之采取监管措施，我们认为监管层对公司股权之争已有清晰的定调，本次与地铁集团终止重组后，后续事态会更加明朗化。
- **继续关注轨道+物业的相关机会**：除了可能的股权比例上的考虑，公司前期与地铁集团的尝试也表明了对于“轨道+物业”模式前景的看好。随着都市圈的形成和扩展，轨道交通及上盖物业发展潜力很大，公司还将积极把握以轨道交通为先导的城市发展机会，围绕轨道交通进行业务探索和战略布局。

### 投资建议

- 公司在今年前11月实现销售额3414亿，土地拓展方面表现积极，基本面依然优秀。我们预计公司2016年实现EPS1.90元，当前股价对应PE为12倍，相比过去几年的估值中枢和板块其他公司并不偏低，我们依然维持公司增持评级。

### 风险提示

- 前期举牌机构减持、公司明年基本面低于预期。

### 相关报告

1. 《增速回归正轨、土储亟待提升-万科A公司点评》，2016.11.1
2. 《增长略低预期、股权之争影响显现-万科A公司点评》，2016.8.22
3. 《布局轨道交通，开启新增长-万科A公司点评》，2016.6.20
4. 《品牌溢价、资源整合的显著受益者-万科A公司研究》，2016.4.8

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)						
	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%	22.1%	21.9%	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	-815	-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	-3,735	-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	-10,951	9,544	926
其他	-8,783	-10,968	-13,081	-1,263	-7,906	-8,370
筹资活动现金净流	-2,086	-16,389	-2,980	-9,407	4,726	-652
现金净流量	-8,152	21,846	-7,881	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	73,369	104,074	140,043
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	687,714	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	4,142	5,516	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	43,603	64,271	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	508,372	611,173	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	12,324	21,096	20,303	20,189	20,072
负债	373,766	392,515	474,986	526,195	580,735	626,866
普通股股东权益	76,896	88,128	100,061	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	508,372	611,173	686,552	767,482	846,600

比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.373	1.427	1.640	1.897	2.142	2.453
每股净资产	6.981	7.984	9.054	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	0.410	0.500	0.720	0.620	0.650	0.650
<b>回报率</b>						
净资产收益率	19.66%	17.87%	18.11%	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%	9.16%	10.84%	10.76%	9.71%	9.35%
<b>增长率</b>						
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%	20.22%	12.33%	11.79%	10.31%
<b>资产管理能力</b>						
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
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	30.67%	5.41%	19.32%	-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%	77.21%	77.72%	76.64%	75.67%	74.05%

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。

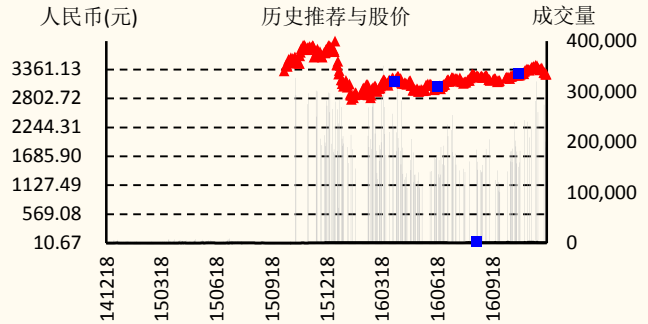
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

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
3	2016-08-22	增持	24.70	N/A
4	2016-11-01	增持	24.92	N/A

来源：国金证券研究所



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