

万科A (000002)

行业：房地产开发

销售超预期，静待股权事件圆满解决

公司2016年实现营收2404.8亿元(+23.0%)，归母净利润210.2亿元(+16.0%)，EPS1.90元(+16.0%)。每10股派现7.9元。

投资要点：

- 营收增幅收窄，净利增幅扩大。**16年全年实现营业收入2404.8亿元，同比+23.0% 前值+33.6% 归母净利润210.2亿元 同比+16.0% 前值+15.1%。归母净利润增速不及营收主要系三费占比、资产减值损失、所得税增加、营业外净收入减少所致，另投资收益增加、少数股东损益下降有助归母净利润提升：三费占比5.6% (+0.8个pc)，计提资产减值损失11.9亿元(+140.5%)，所得税109.0亿元(+38.8%)、营业外净收入2.3亿元(-66.1%)；少数股东损益73.3亿元(-6.4%)；投资收益50.1亿元(+40.8%)，合作项目增加所致。毛利率29.4% (+0.1个pc)、净利率11.8% (-1.5个pc)。各主营业务中房地产营收2341.4亿元，占比97.4%，毛利率19.77% (+0.32个pc)；物业服务营收42.6亿元(+43.4%)，占比1.8%，毛利率17.22% (-0.17个pc)。
- 销售超预期，16开竣工均超计划，17新开工较谨慎。**公司16年销售额3647.7亿元(+39.5%)，销售面积2765.4万方(+33.8%)，均价1.32万元/方，市占率达3.1% (+0.1个pc)，其中Q4销售额达1018.7亿元超预期。16年全年新开工面积3136.7万方(较15年+47.5%、较年初计划+42.6%)，累计竣工面积2237.2万方(较15年+29.4%，较年初计划+8.3%)。2017年计划新开工2923.6万方(-6.8%)，计划竣工面积2448.3万平(+9.4%)。
- 多途径审慎拿地，储备、待结转资源充足。**16年新增开发项目173个，59.5%通过合作方式获取，权益建面1892.2万方，其中88.3%的新增项目位于一、二线城市。16年拿地价款1321.4亿元，占销售额的36.2%；楼面地价6007元/方，是同期销售均价13190元/方的45.5%。16年末储备面积5297.0万方，权益面积3656.1万方，货值以16年销售均价1.32万元/方计达4800余亿元，在建项目、规划项目权益建面3622.2、3655.9万方，另参与11个更新项目，权益建面360.5万方，满足未来2-3年的开发需求。16年实现结算金额2341.4亿元(+23.1%)、结算面积2053.3万方(+20.5%)，均价1.14万元/方；已售未结金额2782.3亿元、面积2279.7万方，较15年末分别+29.4%、+23.8%，较15年进一步增加，保证17年结算量。
- 财务结构良好，流动性充足。**在手现金870.3亿元(15年末531.8亿元)，远高于短债433.5亿元，有息负债1288.6亿元，融资成本约4.30%，资产负债率80.5% (+2.8个pc)，扣除预收账款后的资产负债率47.5% (+4.6个pc)，净负债率25.9% (+6.6个pc)，仍保持在行业低位，经营持续稳健。
- 多方向推进拓展业务，坚持落实“城市配套服务商”战略。**1) 物业服务高速发展，保持行业领先，16年营收42.6亿元(+43.4%)，地铁集团成为公司重要股东为公司“轨道+物业”发展模式奠定良好基础；2) 商业地产联合收购印力集团，将其作为公司商业地产平台，印力成熟的商业开发和经营管理能力以及大量长期稳定的优质客户资源有助公司商业地产业务与各业

作者

署名：李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@china-invs.cn

参与人：谢余胤

S0960116060041

0755-88320824

xieyuyin@china-invs.cn

6-12个月目标价：

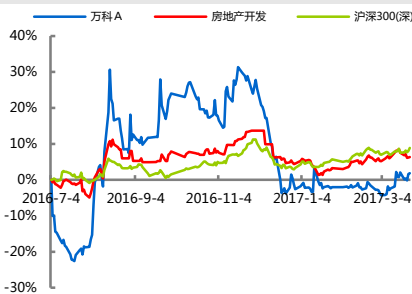
当前股价：21.20

评级调整：维持

基本资料

总股本(百万股)	11,039
流通股本(百万股)	9,709
总市值(亿元)	2,340
流通市值(亿元)	2,058
成交量(百万股)	39.47
成交额(百万元)	842.70

股价表现



相关报告

《万科A-销售显著增长，但受股权之争有所放缓》2016-10-28

《万科A-业绩稳健提升，转型顺利推进》2016-08-23

《万科A-在经济圈发展模式升级，定增预案有望被认同》2016-06-18

务产生更多协同效应；3) 物流地产持续稳健扩张，截至16年底公司累计获取18个物流地产项目，计容建面147万方，其中16年新增项目10个，新增可租赁面积96万方；4) 滑雪业务公司已运营管理3个滑雪项目，雪道面积、造雪系统服务面积、索道数量均居全国第一；5) 积极探索出租、养老业务：布局长租公寓，打造统一品牌“泊寓”，17年计划发展1万间长租公寓，建成首个大型养老社区杭州随园嘉树项目，已有600余位长者入住。

- ◇ **合伙人制稳定团队，提效管理。**16年股权事件中跟投、合伙人制度在稳定团队、防范人才流失方面起到关键作用，同时通过利益捆绑促进公司项目获取质量和效率的提升。截至17年2月底累计已有308个项目实施跟投，跟投项目从获取到首期开工、首期开盘以及现金流回正的平均时间明显缩短，营销费率得到有效控制。
- ◇ **深铁入驻，股权事件破局在望，“轨交+物业”协同发展可期。**2017年1月13日华润拟以22元/股协议转让所持全部15.31%股份予深铁，3月17日恒大将所持14.07%股份表决权等委托给深铁一年，在此期间深铁可行使共计29.38%的表决权、提案权等，为拥有表决权比例最高的股东，深铁曾表达不排除进一步增持可能。考虑万科管理层、安邦等所控股份(8.4%、6.2%)，预计股权事件破局在望、深铁成第一大股东可期。深铁作为“基石股东”入驻将有利于稳定团队和公司经营，加之深铁充沛的资源与公司业务天然协同，预计未来获取资源、开发项目能力将随深铁外拓进一步释放。
- ◇ **16年业绩超预期，新开工、竣工均超计划，低成本稳健拿地、项目多集中一、二线城市确保回报。**16年拟每10股派现7.9元，为近年最高，合计87亿元，占净利润的43.9%。多元化转型业务拓展顺利、股权事件破局在望，公司发展有望重回快车道。16年开发、出租项目RNAV22.38元/股，预计17-19年EPS2.20、2.51、2.85元，对应PE9.7/8.5/7.4倍，股权事件尚未完满解决，不予评级。
- ◇ **风险提示：**股权事件持续影响经营；调控政策致销售低于预期。

主要财务指标

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	240477	277301	320076	369863
收入同比(%)	23%	15%	15%	16%
归属母公司净利润	21023	24255	27659	31501
净利润同比(%)	16%	15%	14%	14%
毛利率(%)	29.4%	29.3%	29.2%	29.1%
ROE(%)	18.5%	17.6%	17.8%	17.9%
每股收益(元)	1.90	2.20	2.51	2.85
P/E	11.13	9.65	8.46	7.43
P/B	2.06	1.70	1.50	1.33
EV/EBITDA	6	5	4	4

资料来源：中国中投证券研究总部

附：公司 16 年主要财务指标

图 1：经营情况

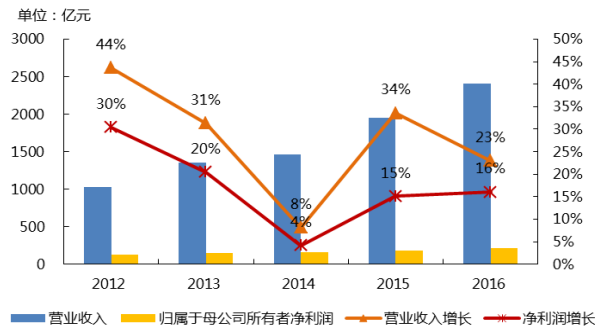


图 2：EPS 和 ROE

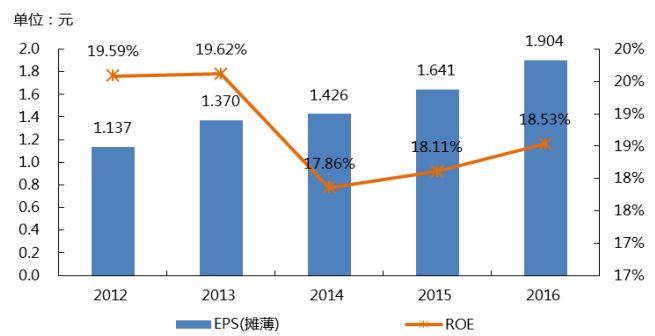


图 3：综合毛利率和净利率

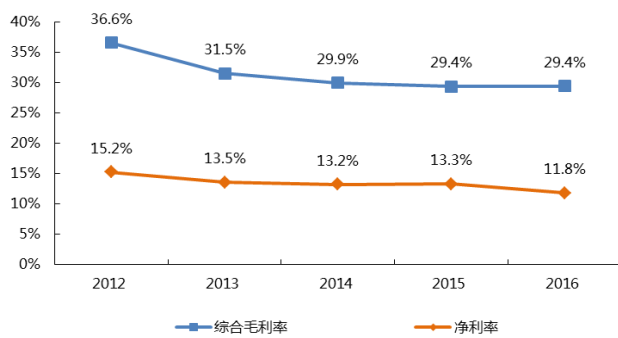


图 4：三费水平

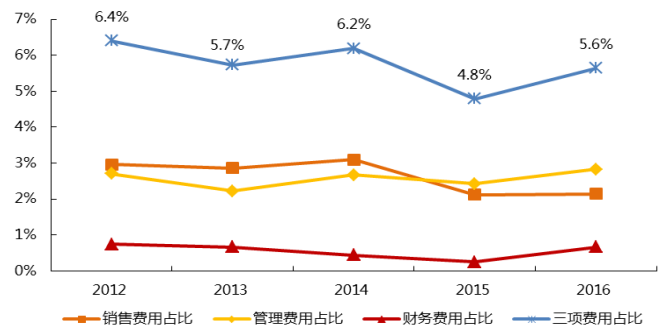


图 5：货币资金和短期负债

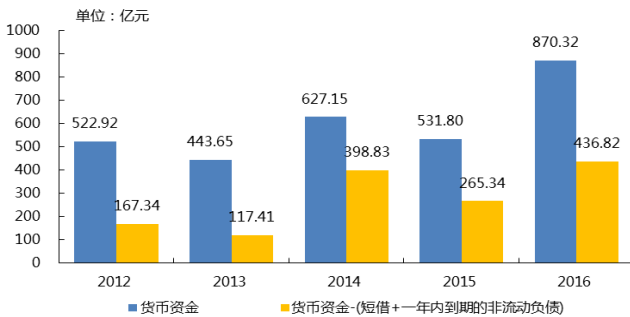


图 6：负债水平

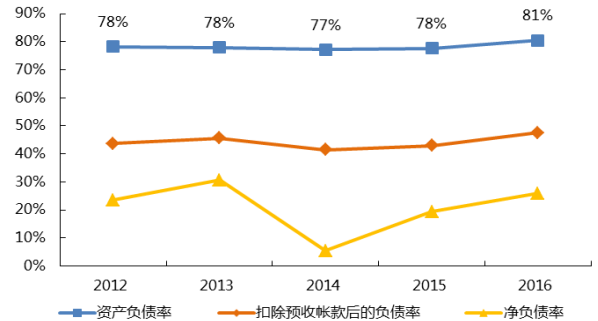


图 7：各年累计销售面积

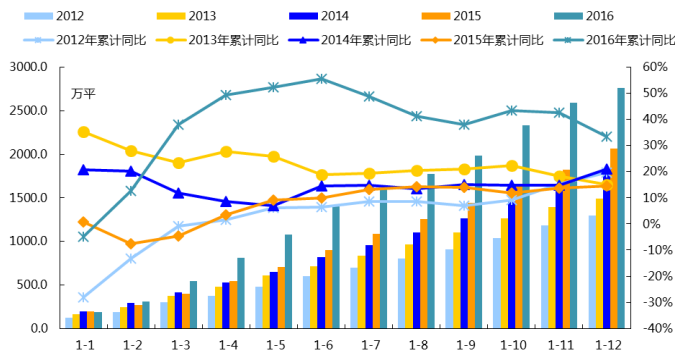
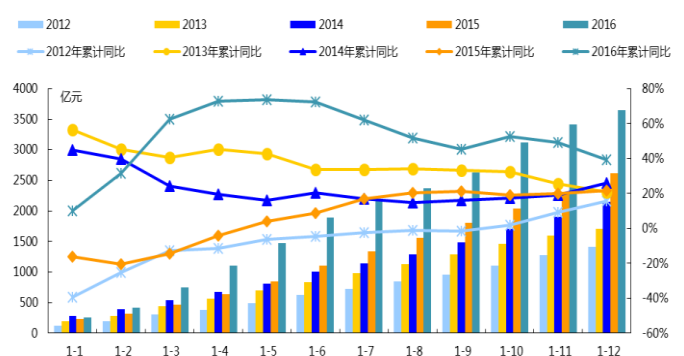


图 8：累计销售金额



数据来源：公司公告，中国中投证券研究总部

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	721295	831921	952561	105335
现金	87032	155154	194377	190825
应收账款	2075	3516	4058	4689
其它应收款	105435	110698	127774	147649
预付账款	50263	55460	64015	73973
存货	467361	498422	553473	627326
其他	9129	8671	8864	8888
非流动资产	109379	108550	107895	107225
长期投资	61702	61702	61702	61702
固定资产	6811	6495	5958	5312
无形资产	1260	1260	1260	1260
其他	39606	39093	38974	38950
资产总计	830674	940471	106045	116057
流动负债	579998	660086	755473	827174
短期借款	16577	0	0	0
应付账款	138048	138651	160038	184932
其他	425374	521436	595435	642242
非流动负债	88999	85999	82999	79999
长期借款	56406	53406	50406	47406
其他	32593	32593	32593	32593
负债合计	668998	746085	838472	907173
少数股东权益	48232	56686	66327	77307
股本	11039	11039	11039	11039
资本公积	8268	8268	8268	8268
留存收益	93741	118392	136349	156787
归属母公司股东权益	113445	137700	155656	176094
负债和股东权益	830674	940471	106045	116057

现金流量表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	39566	85007	49280	7870
净利润	28350	32709	37299	42481
折旧摊销	1149	1139	1168	1182
财务费用	1592	2083	1929	1931
投资损失	-5014	-5014	-5014	-5014
营运资金变动	14287	53950	13688	-32984
其它	-798	139	210	273
投资活动现金流	-43389	4775	4573	4573
资本支出	2147	0	0	0
长期投资	-31278	0	0	0
其他	-72520	4775	4573	4573
筹资活动现金流	31297	-21660	-14631	-15995
短期借款	14677	-16577	0	0
长期借款	22577	-3000	-3000	-3000
普通股增加	-12	0	0	0
资本公积增加	93	0	0	0
其他	-6038	-2083	-11631	-12995
现金净增加额	27742	68122	39223	-3552

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	240477	277301	320076	369863
营业成本	169742	196035	226572	262155
营业税金及附加	21979	25344	29254	33804
营业费用	5161	5951	6869	7937
管理费用	6801	7842	9052	10460
财务费用	1592	2083	1929	1931
资产减值损失	1193	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	5014	5014	5014	5014
营业利润	39024	45060	51415	58590
营业外收入	398	398	398	398
营业外支出	168	168	168	168
利润总额	39254	45289	51644	58820
所得税	10903	12580	14345	16338
净利润	28350	32709	37299	42481
少数股东损益	7328	8454	9641	10980
归属母公司净利润	21023	24255	27659	31501
EBITDA	41764	48282	54511	61703
EPS (元)	1.90	2.20	2.51	2.85

主要财务比率

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	23.0%	15.3%	15.4%	15.6%
营业利润	17.8%	15.5%	14.1%	14.0%
归属于母公司净利润	16.0%	15.4%	14.0%	13.9%
获利能力				
毛利率	29.4%	29.3%	29.2%	29.1%
净利率	8.7%	8.7%	8.6%	8.5%
ROE	18.5%	17.6%	17.8%	17.9%
ROIC	27.0%	63.2%	97.9%	61.2%
偿债能力				
资产负债率	80.5%	79.3%	79.1%	78.2%
净负债比率	14.91%	10.75%	9.20%	8.18%
流动比率	1.24	1.26	1.26	1.27
速动比率	0.44	0.50	0.53	0.51
营运能力				
总资产周转率	0.33	0.31	0.32	0.33
应收账款周转率	103	97	82	82
应付账款周转率	1.48	1.42	1.52	1.52
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.90	2.20	2.51	2.85
每股经营现金流(最新摊薄)	3.58	7.70	4.46	0.71
每股净资产(最新摊薄)	10.28	12.47	14.10	15.95
估值比率				
P/E	11.13	9.65	8.46	7.43
P/B	2.06	1.70	1.50	1.33
EV/EBITDA	6	5	4	4

相关报告

报告日期	报告标题
2016-10-28	《万科A-销售显著增长，但受股权之争有所放缓》
2016-08-23	《万科A-业绩稳健提升，转型顺利推进》
2016-06-18	《万科A- 在经济圈发展模式升级，定增预案有望被认同》
2016-03-15	《万科A-15 靓丽收官，引领万亿“房地产+服务”新征程》
2015-12-04	《万科A-受益政策红利，引领轻资产转型打开估值空间》
2015-10-28	《万科A-传统业务竞争优势巩固，转型提速深入》
2015-10-09	《万科A-销售平稳增长，谋变从未止步》
2015-09-07	《万科A-销售维持高位，增持及回购凸显投资价值》
2015-08-17	《万科A-主业稳健前行，五大转型业务加速扩张》
2015-08-04	《万科A-股权之争随时拉开，配资举牌彰显价值》
2015-07-13	《万科A-销售创新高，前海人寿增持，蓝筹不二选择》
2015-06-07	《万科A-销售量价齐升，产业链延伸及合作打开空间》
2015-05-06	《万科A-4月销售增幅显著，REITs 助推轻资产转型》
2015-04-09	《万科A-销售回暖，成本下降，转型布局从容》
2015-04-07	《万科A-逆市稳保增长，坚定转型谋变》

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

李少明,中国中投证券研究总部房地产行业首席分析师,工商管理硕士,20年证券研究从业经验。

主要覆盖公司:万科、保利地产、招商地产、华夏幸福、泛海控股、金融街、北京城建、首开股份、嘉宝集团、世联行、上实发展、天健集团、陆家嘴、城投控股、福星股份、中航地产、新城控股、金科股份、荣盛发展、外高桥、张江高科、中南建设、中国国贸、世茂股份、苏宁环球、滨江集团、华发股份等。

郭泰,中投证券房地产行业分析师,伦敦城市大学卡斯商学院理学硕士。

谢余胤,中投证券房地产行业分析师,香港科技大学商学院经济学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434