

研究所

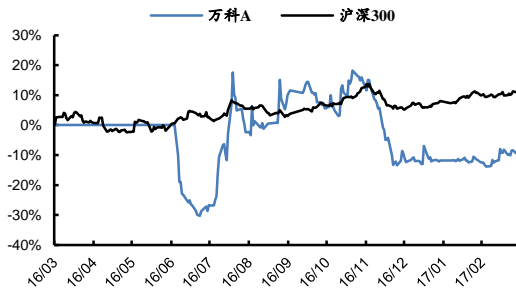
证券分析师：  
010-88576686

王嵩 S0350517010001  
wangs@ghzq.com.cn

## 磨砺前行，志存高远

### ——万科 A (000002) 2016 年报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
万科 A	3.7	0.3	-9.3
沪深 300	0.5	5.2	10.7

市场数据 2017/03/28

当前价格（元）	21.27
52 周价格区间（元）	16.07 - 29.00
总市值（百万）	234802.76
流通市值（百万）	206511.87
总股本（万股）	1103915.20
流通股（万股）	1102402.32
日均成交额（百万）	1734.55
近一月换手（%）	9.06

相关报告

《万科 A (000002) 事件点评：华润退出，深铁接手，股权纷争渐显明朗》——2017-01-16

《万科 A (000002) 2016 年中报点评：销售业绩领跑行业，股权争夺战硝烟再起》——2016-08-23

《万科 A (000002) 复牌点评：上半年业绩靓丽，重组方案通过存在不确定性》——2016-07-03

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

## 事件：

**万科 A 发布 2016 年年报：** 公司全年实现营业收入 2404.8 亿元，同比增长 23%，实现归母净利润 210.2 亿元，同比增长 16%，对应 EPS 1.9 元；ROE 为 18.53%，较 2015 年增加 0.44 个百分点；公司拟每 10 股派现 7.9 元（含税）。

## 投资要点：

- 销售规模再上台阶，强者恒强格局愈加凸显：** 2016 年公司累计实现销售面积 2765.4 万平方米，销售金额 3647.7 亿元，同比分别增长 33.8% 和 39.5%，销售均价达到 13190 元/平米，较 2015 年提升 4.3%；2016 年公司销售额仅次于恒大地产位居次席，市场占有率亦达到了新高的 3.1%，预计 2017 年公司可售资源可达到 4600 万平方米，可售货值超 6000 亿元，全年销售额有望突破 4000 亿大关。公司 2016 年全年销售回款率超过 95%，销售回款居于行业首位，截至 2016 年末万科已售未结资源达到 2782.3 亿元，较 2015 年底增长 29.4%，进一步锁定了公司未来业绩。
- 投资聚焦一二线，风格保持稳健：** 拿地方面，2016 年公司新增项目权益计算的建筑面积约 1892.2 万平方米，权益拿地金额达到 1322.9 亿元，占比销售额达 36%，其中 88.3% 的新增项目都位于一二线城市，59.5% 的新增项目为通过合作方式获取，全年拿地权益比例进一步降低至 72.5%（拿地金额口径）。截至 2016 年末，公司在建及规划中的项目权益建筑面积分别为 3622.2 万和 3655.9 万平方米，现有土地资源基本满足了未来两年的开发需求。未来万科将继续秉承量入为出的投资策略，同时探索多元化的土地获取模式，通过合作、股权收购、代建等方式确保以合理价格获取土地资源。
- 现金储备充分，融资多元化保障财务稳健：** 万科始终坚持现金为王的策略，2016 年末公司持有现金 870.3 亿元，有息负债合计 1288.6 亿元，净负债率为 25.9%，较 2015 年末提升 6.6 个百分点，主要是由于拿地力度的增强，但整体负债水平仍处于行业低位。融资层面，年内公司完成了两期合计 30 亿元的中期票据发行，并且将 2013 年的中期票据计划规模由此前的 20 亿美元更新至 32 亿美元；此外，公司成功发行近 60 亿元的国内首单地产供应链金融 ABS，考虑到当前房企融资环境的收紧，万科多元化的融资渠道及充足的现金储备

将保障公司财务水平维持稳健。

- **股权纷争渐显明朗，引入深铁强化战略协同：**2017年1月，深圳地铁集团与华润集团签署股权转让协议，以22元/股的价格受让公司15.31%的股份，3月，地铁集团与中国恒大集团签署框架协议，中国恒大将所持有的14.07%万科股份表决权、提案权及参加股东大会的权利委托给地铁集团，则地铁集团可行使公司共计29.38%的表决权，至此深圳地铁集团成为公司重要的基石股东，为双方共同探索TOD模式奠定了良好基础，“轨道+物业”战略有望增强公司土储实力，万科有望以此为契机突破增长瓶颈。
- **投资建议：**公司股权结构逐渐明朗，引入深铁意义重大，“轨道+物业”业务模式有望助力土储扩充，且股权纷争的平息及事业合伙人制度的不断完善有利于管理层的稳定，随着公司作为城市配套服务商拓展业务布局初现雏形，公司的各项业务进展前景看好。我们预计公司2017-2019年EPS分别为2.21、2.46、2.84元，对应PE分别为9.9、8.9、7.7倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**调控政策导致房地产市场大幅波动风险；房地产融资政策大幅收紧；与深铁集团未来合作存在不确定性等。

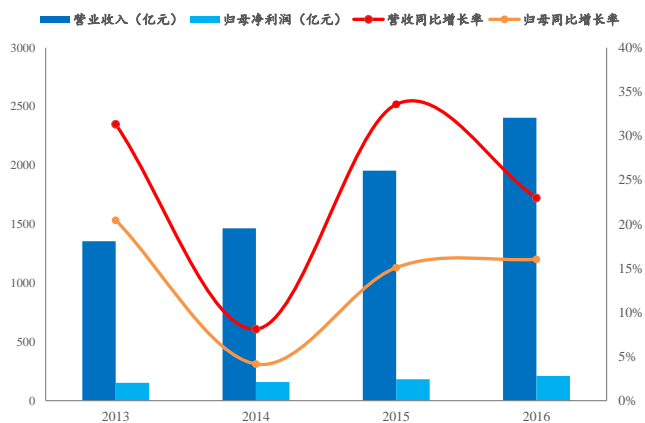
预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	240477	282676	323912	373841
增长率(%)	23.0%	17.5%	14.6%	15.4%
净利润（百万元）	21023	24438	27116	31383
增长率(%)	16.0%	16.2%	11.0%	15.7%
摊薄每股收益（元）	1.90	2.21	2.46	2.84
ROE(%)	18.53%	19.81%	20.19%	21.34%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

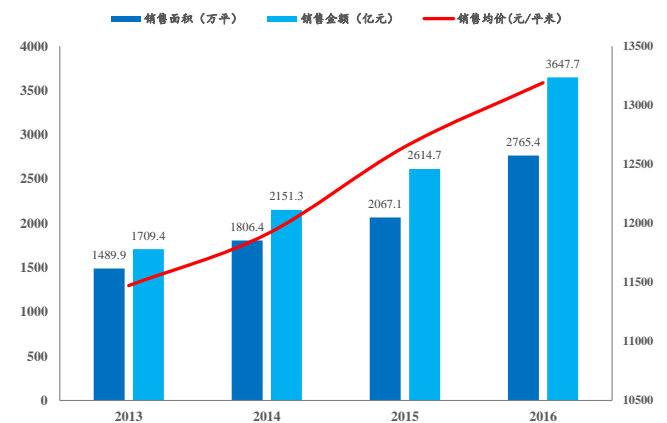
## 1、销售规模再上台阶，强者恒强格局愈发凸显

2016年公司累计实现销售面积2765.4万平方米，销售金额3647.7亿元，同比分别增长33.8%和39.5%，销售均价达到13190元/平米，较去年提升4.3%；2016年公司销售额仅次于恒大地产位居次席，市场占有率亦达到了新高的3.1%。2017年前两月，公司累计录得合同销售额866.3亿元，同期碧桂园、恒大分别录得合同销售额872.6亿元和684.1亿元，业已形成三足鼎立局面，未来在楼市调控及房企融资管控逐步深入的情况下，大型房企将凭借诸多资源优势进一步提升市场占有率。

图表 1: 万科各年度营收、净利润及其同比增速



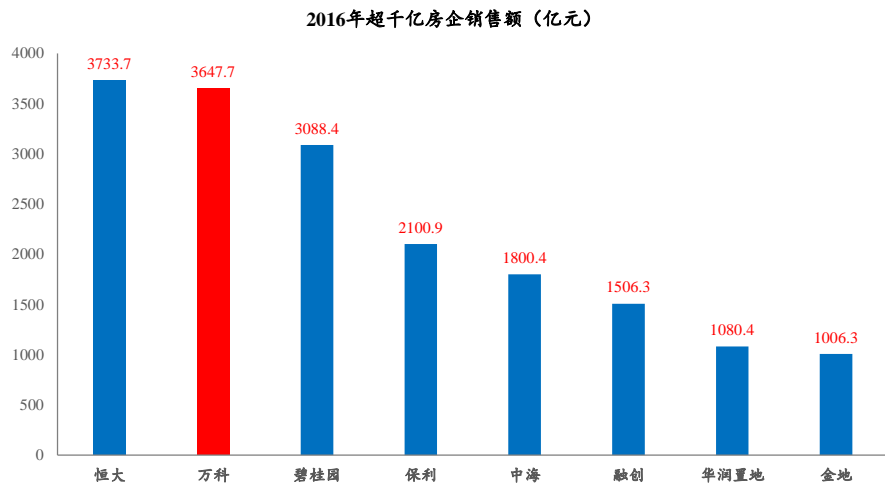
图表 2: 万科各年度销售情况



资料来源：公司公告、国海证券研究所

资料来源：公司公告、国海证券研究所

图表 3: 2016 年超千亿销售规模房企排名

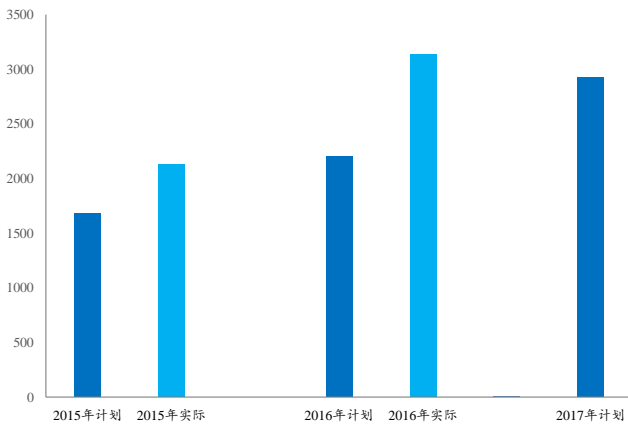


资料来源：Wind、国海证券研究所

2016年公司实际开工面积及竣工面积分别超额完成计划的42.6%和8.3%，2017年公司现有项目预计新开工面积2923.6万平方米，竣工面积2448.3万平方米，较2016年实际完成规模分别降低6.8%和增长9.4%；预计2017年公司可售资源可达到4600万平方米，可售货值超6000亿元，全年销售额有望突破4000亿大关。公司2016年全年销售回款率超过95%，销售回款居于行业首位，截至2016

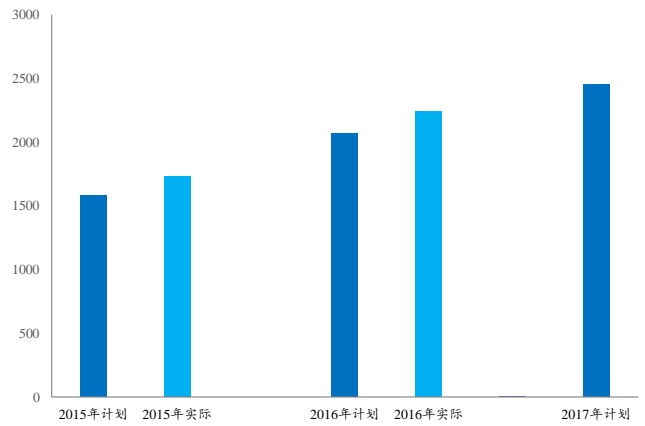
年末万科已售未结资源达到 2782.3 亿元，较 2015 年底增长 29.4%，进一步锁定了公司未来业绩。

图表 4: 万科历年计划及实际完成开工面积



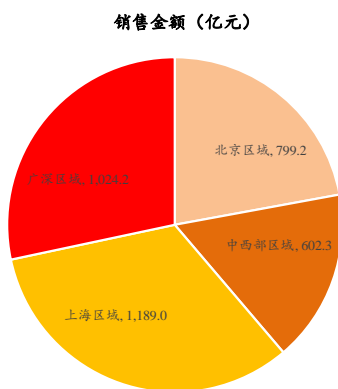
资料来源: 公司公告、国海证券研究所

图表 5: 万科历年计划及实际完成竣工面积



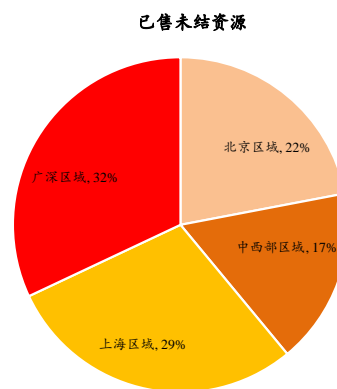
资料来源: 公司公告、国海证券研究所

图表 6: 万科 2016 年销售金额区域分布



资料来源: 公司公告、国海证券研究所

图表 7: 万科 2016 年末已售未结资源区域占比



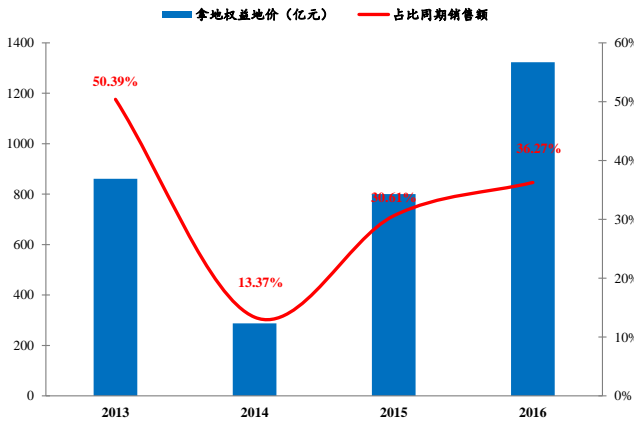
资料来源: 公司公告、国海证券研究所

## 2、投资聚焦一二线，风格保持稳健

拿地方面，2016 年公司新增项目权益计算的建筑面积约 1892.2 万平方米，权益拿地金额达到 1322.9 亿元，占比销售额达 36%，其中 88.3% 的新增项目都位于一二线城市，59.5% 的新增项目为通过合作方式获取，全年拿地权益比例进一步降低至 72.5%（拿地金额口径）。截至 2016 年末，公司在建及规划中的项目权益建筑面积分别为 3622.2 万和 3655.9 万平方米，现有土地资源基本满足了未来两年的开发需求；各区域土储占比来看，珠三角、长三角、环渤海、中西部占比分别为 27%、24%、27% 和 22%，若按城市级别划分，一线、二线及三四线土储占比则分别为 11%、78% 和 11%，未来万科将继续秉承量入为出的投资策略，同时

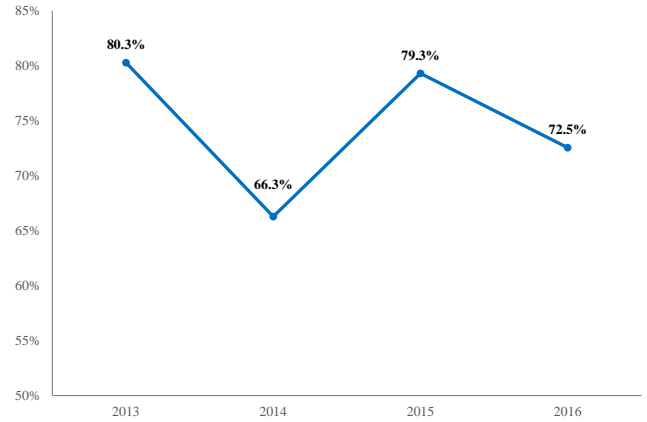
探索多元化的土地获取模式，通过合作、股权收购、代建等方式确保以合理价格获取土地资源。

图表 8: 万科近年拿地权益金额及拿地销售比



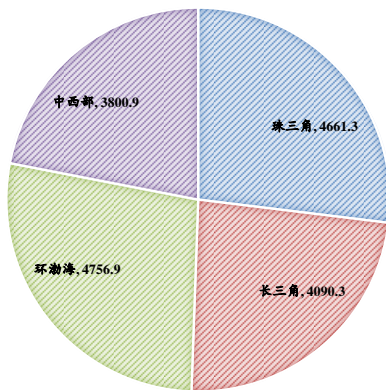
资料来源: Wind、国海证券研究所

图表 9: 万科拿地权益比例变化情况 (拿地金额口径)



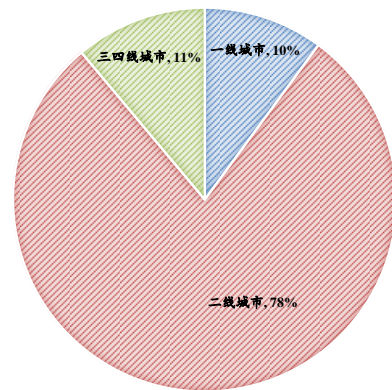
资料来源: Wind、国海证券研究所

图表 10: 万科各区域项目规划建筑面积 (万平方米)



资料来源: Wind、国海证券研究所

图表 11: 万科土地储备分布占比 (按能级划分)

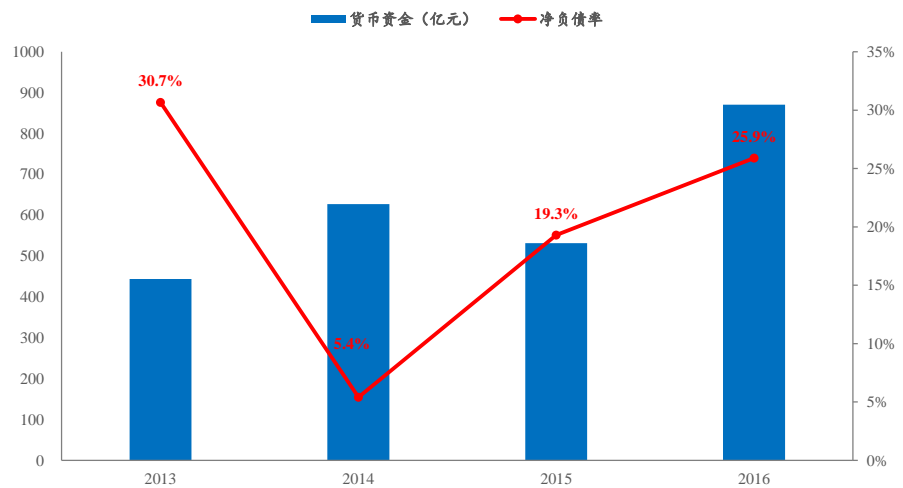


资料来源: 公司公告、国海证券研究所

### 3、 现金储备充分，融资多元化保障财务稳健

万科始终坚持现金为王的策略，2016 年末公司持有的现金由 2015 年末的 531.8 亿元增至 870.3 亿元，有息负债合计 1288.6 亿元，净负债率为 25.9%，较 2015 年末提升 6.6 个百分点，主要是由于拿地力度的增强，但整体负债水平仍处于行业低位。融资层面，年内公司在中国银行间债券市场完成了两期合计 30 亿元的中期票据发行，并且将 2013 年的中期票据计划规模由此前的 20 亿美元更新至 32 亿美元；此外，公司联合上下游合作伙伴开展多渠道的融资创新尝试，成功发行近 60 亿元的国内首单地产供应链金融 ABS，考虑到当前房企融资环境的收紧，万科多元化的融资渠道及充足的现金储备将保障公司财务水平维持稳健。

图表 12: 万科货币资金及净负债率变化情况



资料来源: 公司公告、国海证券研究所

图表 13: 万科 2016 年中期票据发行情况梳理

发行日	融资总额	利率	期限
2016 年 3 月	30 亿元	3.2%	5 年期
2016 年 4 月	36.5 亿港元	2.5%	3 年期
2016 年 10 月	2.2 亿美元	2.95%	5 年期
2016 年 12 月	6 亿美元	3.95%	3 年期

资料来源: 公司公告、国海证券研究所

## 4、股权纷争渐显明朗，引入深铁强化战略协同

2017 年 1 月，深圳地铁集团与华润集团签署股权转让协议，以 22 元/股的价格受让公司 15.31% 的股份，3 月，地铁集团与中国恒大集团签署框架协议，中国恒大将所持有的 14.07% 万科股份表决权、提案权及参加股东大会的权利委托给地铁集团，则地铁集团可行使公司共计 29.38% 的表决权，至此深圳地铁集团成为公司重要的基石股东，为双方共同探索 TOD 模式奠定了良好基础，“轨道+物业”战略有望增强公司土储实力，万科有望以此为契机突破增长瓶颈。

## 5、投资建议

公司股权结构逐渐明朗，引入深铁意义重大，“轨道+物业”业务模式有望助力土储扩充，且股权纷争的平息及事业合伙人制度的不断完善有利于管理层的稳定，随着公司作为城市配套服务商拓展业务布局初现雏形，公司的各项业务进展前景看好。我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 2.21、2.46、2.84 元，对应 PE 分别为 9.9、8.9、7.7 倍，维持“增持”评级。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	240477	282676	323912	373841
增长率(%)	23.0%	17.5%	14.6%	15.4%
净利润（百万元）	21023	24438	27116	31383
增长率(%)	16.0%	16.2%	11.0%	15.7%
摊薄每股收益（元）	1.90	2.21	2.46	2.84
ROE(%)	18.53%	19.81%	20.19%	21.34%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

## 6、风险提示

- 1) 调控政策导致房地产市场大幅波动风险;
- 2) 房地产融资政策大幅收紧;
- 3) 与深铁集团未来合作存在不确定性等。

图表 14: 万科 A 盈利预测表

证券代码:	000002.SZ				股价:	21.27	投资评级:	增持	日期:	2017/03/28
<b>财务指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>					
ROE	19%	20%	20%	21%	EPS	1.90	2.21	2.46	2.84	
毛利率	29%	29%	29%	29%	BVPS	10.28	11.17	12.17	13.32	
期间费率	15%	15%	15%	15%	<b>估值</b>					
销售净利率	9%	9%	8%	8%	P/E	11.45	9.85	8.88	7.67	
<b>成长能力</b>					P/B	2.12	1.95	1.79	1.64	
收入增长率	23%	18%	15%	15%	P/S	1.00	0.85	0.74	0.64	
利润增长率	16%	16%	11%	16%						
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	
总资产周转率	0.29	0.30	0.30	0.31	<b>营业收入</b>	<b>240477</b>	<b>282676</b>	<b>323912</b>	<b>373841</b>	
应收账款周转率	2.24	2.24	2.24	2.24	营业成本	169742	200879	230248	265211	
存货周转率	0.36	0.42	0.42	0.44	营业税金及附加	21979	25836	29604	34168	
<b>偿债能力</b>					销售费用	5161	7632	8746	10094	
资产负债率	81%	81%	81%	81%	管理费用	6801	7994	9160	10572	
流动比	1.24	1.23	1.23	1.23	财务费用	1592	1183	1496	1033	
速动比	0.44	0.44	0.44	0.45	其他费用 / (-收入)	3821	5130	5689	5746	
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>营业利润</b>	<b>39024</b>	<b>44282</b>	<b>50347</b>	<b>58510</b>	
现金及现金等价物	87032	104439	120104	138120	营业外净收支	230	253	285	89	
应收款项	107510	126376	144812	167133	<b>利润总额</b>	<b>39254</b>	<b>44535</b>	<b>50632</b>	<b>58599</b>	
存货净额	467361	537267	611526	679630	所得税费用	10903	11579	14064	16277	
其他流动资产	59392	69814	79998	92329	<b>净利润</b>	<b>28350</b>	<b>32956</b>	<b>36568</b>	<b>42322</b>	
<b>流动资产合计</b>	<b>721295</b>	<b>837896</b>	<b>956440</b>	<b>1077212</b>	少数股东损益	7328	8518	9452	10939	
固定资产	6811	6694	6187	6052	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>21023</b>	<b>24438</b>	<b>27116</b>	<b>31383</b>	
在建工程	765	1121	1421	1681	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	
无形资产及其他	1260	1260	1260	1260	<b>经营活动现金流</b>	<b>39566</b>	<b>39010</b>	<b>38913</b>	<b>51238</b>	
长期股权投资	61702	65086	67622	72154	净利润	28350	32956	36568	42322	
<b>资产总计</b>	<b>830674</b>	<b>950897</b>	<b>1071771</b>	<b>1197200</b>	少数股东权益	7328	8518	9452	10939	
短期借款	16577	21543	24352	23411	折旧摊销	1149	744	732	682	
应付款项	141651	185468	220697	260828	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	274646	322840	378810	437200	营运资金变动	2740	(3208)	(7839)	(2704)	
其他流动负债	147125	151100	154942	156472	<b>投资活动现金流</b>	<b>(43389)</b>	<b>(3623)</b>	<b>(2329)</b>	<b>(4657)</b>	
<b>流动负债合计</b>	<b>579998</b>	<b>680951</b>	<b>778800</b>	<b>877911</b>	资本支出	(2060)	(239)	207	(125)	
长期借款及应付债券	85514	86370	88961	91629	长期投资	(28199)	(3384)	(2536)	(4532)	
其他长期负债	3485	3485	3485	3485	其他	(13130)	0	0	0	
<b>长期负债合计</b>	<b>88999</b>	<b>89854</b>	<b>92445</b>	<b>95114</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>21229</b>	<b>(8719)</b>	<b>(10734)</b>	<b>(16945)</b>	
<b>负债合计</b>	<b>668998</b>	<b>770805</b>	<b>871245</b>	<b>973025</b>	债务融资	47347	5822	5400	1728	
股本	11039	11039	11039	11039	权益融资	9735	0	0	0	
股东权益	161677	180092	200526	224175	其它	(35852)	(14541)	(16134)	(18673)	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>830674</b>	<b>950897</b>	<b>1071771</b>	<b>1197200</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>17406</b>	<b>26669</b>	<b>25850</b>	<b>29636</b>	

资料来源: 公司数据、国海证券研究所



## 【分析师承诺】

王嵩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。