



买入

26% ↑

目标价格:人民币 26.88

000002.CH

价格:人民币 21.27

目标价格基础:12倍 17年市盈率

板块评级:中立

万科A

动荡之年王者依旧，牵手深铁强强联合

2016年1-12月，万科营业收入和净利润分别增长23%和16%，每10股派7.9元；16年销售额同比增长39.5%，销售回款位居行业首位，市占率提升至3.1%，17年前2月销售额同比增长108%，大幅跑赢市场，在股权纷争的背景下取得如此优异的成绩实属不易。2017年1月，深圳地铁集团以协议受让的方式成为公司重要股东，3月恒大向深铁集团不可撤销托管其股东表决权，股权架构基本稳定；随着事业合伙人计划推出跟投方案3.0，公司将践行“轨道+物业”的发展模式，在维持物业开发利润率的同时，也将继续推进落实“城市配套服务商”的战略。考虑到公司竣工量和销售均价的增长以及行业集中度提升的背景下，我们预计公司2017-18年每股收益预期分别为2.25元和2.50元，给予目标价26.88元，相当于12倍2017年市盈率，重新给予买入评级。

支持评级的要点

- **净利润同比增长16%，分红10派7.9股息率3.6%**。营业收入2,404.8亿元，同比增长23%，净利润210.2亿元，同比增长16%；每股收益1.90元；毛利率和净利率为29.4%和8.7%，基本与上年持平；每10股派7.9元，派息率达41%，维持高分红比例；净资产收益率为18.5%，增长0.44个百分点，再创近年新高，少数股东权益占比在去年大幅增长之后回落至26%，显示项目开发权益比例已基本保持稳定。
- **16年销售同增39.5%，17年1-2月同增108%**。14年销售金额3,648亿元，同比增长39.5%，好于行业平均，市场占有率达3.1%，较前年提高0.1个百分点；销售均价11,403元/平米，同比增长2.2%；报告期末，已售未结金额2,782亿元，同比增长29.4%，可结算均价为12,205元，其中，北京、上海、广深及中西部占比分别为22%、29%、32%和17%。2017年前2月销售额同比增长108%，大幅跑赢市场，强者恒强格局凸显。
- **17年新开工计划降6.8%，竣工计划增9.4%**。16年新开工3,137万平米，同比增长47.5%，较年初计划增长42.6%，竣工2,237万平米，同比增长29.4%，较年初计划增长8.3%；2017年计划新开工面积2,923.6万平米，同比下降6.8%，计划竣工2,448万平米，同比实际完成规模增长9.4%；2016年新增项目173个，土地规划建筑面积3,157万平，同比增长34.8%，全年拿地金额占销售额比重约为50%，较上年明显增加。
- **引进深圳地铁为股东，打造中国“轨道+物业”标杆**。2017年公司股权之争逐步明朗：1月深圳地铁集团以协议转让方式受让公司15.31%股权，3月恒大将持有的14.07%股权表决权等不可撤销地委托给前者，深铁合计表决权约29.38%，显示股权架构基本稳定。通过和深铁合作强强联合，万科将获取深圳核心区域资源，践行“轨道+物业”合作开发模式，在目前地王频出的背景下成本优势凸显，有望保持目前较高的利润率水平。

评级面临的主要风险

- 销量受楼市限购及货币政策影响，与深铁合作推进缓慢。

估值

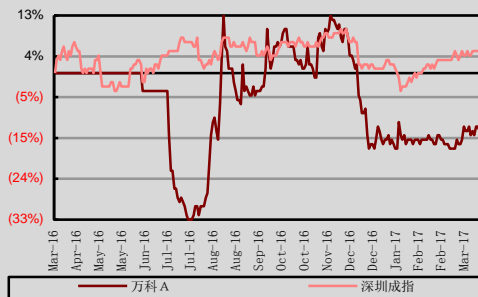
- 我们预计公司2017-18年每股收益预期分别为2.25元和2.50元，给予目标价26.88元，相当于12倍2017年市盈率，重新给予买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币百万)	195,549	240,477	282,642	325,686	375,363
变动(%)	34	23	18	15	15
净利润(人民币百万)	18,119	21,023	24,680	27,474	29,790
全面摊薄每股收益(人民币)	1.648	1.912	2.245	2.499	2.709
变动(%)	15.1	16.0	17.4	11.3	8.4
全面摊薄市盈率(倍)	12.9	11.1	9.5	8.5	7.9
价格/每股现金流量(倍)	14.6	5.9	(4.6)	30.6	29.4
每股现金流量(人民币)	1.46	3.60	(4.59)	0.69	0.72
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.4	7.3	8.5	7.9	7.5
每股股息(人民币)	0.724	0.793	0.931	1.037	1.124
股息率(%)	3.4	3.7	4.4	4.9	5.3

资料来源: 公司数据及中银证券预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	2.6	3.6	0.3	(13.0)
相对深证成指	(0.3)	2.0	(3.4)	(15.7)

发行股数(百万)	11,039
流通股(%)	88
流通股市值(人民币百万)	206,491
3个月日均交易额(人民币百万)	685
净负债比率(%) (2017E)	62
主要股东(%)	
深圳地铁集团有限公司	15

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2017年3月28日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

房地产: 房地产开发

卢骁峰

(8621)20328284

xiaofeng.lu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300516050001

图表 1. 万科 2016 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2015 年	2016 年	同比变动 (%)
营业收入	195,549	240,477	23.0
营业成本	(138,151)	(169,742)	22.9
营业税	(17,980)	(21,979)	22.2
毛利润	39,418	48,756	23.7
其他收入	(496)	(1,193)	140.5
销售费用	(4,138)	(5,161)	24.7
管理费用	(4,745)	(6,801)	43.3
营业利润	30,039	35,602	18.5
投资收益	3,562	5,014	40.8
财务费用	(478)	(1,592)	233.3
营业外收支	680	230	(66.2)
税前利润	33,803	39,254	16.1
所得税	(7,853)	(10,903)	38.8
少数股东权益	(7,830)	(7,328)	(6.4)
归属上市公司股东净利润	18,119	21,023	16.0
主要比率(%)			百分点增减
毛利率	20.2	20.3	0.1
经营利润率	15.4	14.8	(0.6)
净利率	9.3	8.7	(0.5)

资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 2. 万科 2016 年分业务情况

	营业收入(亿元)	同比变化(%)	营业利润率 (%)	百分点增减
房地产	2,341.4	23.09	19.77	0.30
物业管理	42.6	43.42	17.22	(0.17)
其他业务	20.8	(12.22)	83.14	3.12
合计	2,404.8	22.98	20.27	0.11

资料来源: 公司数据, 中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	195,549	240,477	282,642	325,686	375,363
销售成本	(156,131)	(191,721)	(228,63)	(265,25)	(309,53)
经营费用	(8,168)	(10,813)	(13,387)	(15,529)	(18,001)
息税折旧前利润	31,250	37,943	40,624	44,899	47,828
折旧及摊销	(716)	(1,149)	(671)	(670)	(669)
经营利润(息税前利润)	30,535	36,795	39,953	44,229	47,159
净利息收入/(费用)	963	658	(1,411)	(1,812)	(1,962)
其他收益/(损失)	3,676	3,285	6,258	7,473	8,930
税前利润	33,803	39,254	44,376	49,401	53,564
所得税	(7,853)	(10,903)	(11,094)	(12,350)	(13,391)
少数股东权益	(7,830)	(7,328)	(8,602)	(9,576)	(10,383)
净利润	18,119	21,023	24,680	27,474	29,790
核心净利润	18,119	21,023	24,680	27,474	29,790
每股收益(人民币)	1.648	1.912	2.245	2.499	2.709
核心每股收益(人民币)	1.648	1.912	2.245	2.499	2.709
每股股息(人民币)	0.724	0.793	0.931	1.037	1.124
收入增长(%)	34	23	18	15	15
息税前利润增长(%)	37	21	9	11	7
息税折旧前利润增长(%)	38	21	7	11	7
每股收益增长(%)	15	16	17	11	8
核心每股收益增长(%)	15	16	17	11	8

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	33,803	39,254	44,376	49,401	53,564
折旧与摊销	716	1,149	671	670	669
净利息费用	408	826	1,835	2,301	2,525
运营资本变动	(6,440)	14,287	(80,209)	(25,160)	(26,736)
税金	(7,853)	(10,903)	(11,094)	(12,350)	(13,391)
其他经营现金流	(4,587)	(5,046)	(6,018)	(7,222)	(8,667)
经营活动产生的现金流	16,046	39,566	50,439	7,640	7,965
购买固定资产净值	(2,063)	(2,147)	(1)	(1)	(1)
投资减少/增加	(9,651)	(28,028)	424	489	563
其他投资现金流	(10,245)	(15,217)	(1,350)	(1,314)	(1,171)
投资活动产生的现金流	(21,960)	(45,392)	(927)	(826)	(609)
净增权益	4,296	9,735	0	0	0
净增债务	5,806	41,594	68,255	18,809	21,073
支付股息	(13,181)	(16,026)	(10,238)	(11,397)	(12,358)
其他融资现金流	(1,012)	(2,003)	(1,350)	(1,314)	(1,171)
融资活动产生的现金流	(4,092)	33,300	56,667	6,098	7,544
现金变动	(10,005)	27,474	5,302	12,911	14,900
期初现金	62,715	53,180	87,032	84,793	97,706
公司自由现金流	(5,914)	(5,826)	(51,365)	6,813	7,356
权益自由现金流	(108)	35,768	16,889	25,622	28,429

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	53,180	87,032	84,793	97,706	112,609
应收帐款	77,996	107,510	70,660	81,421	93,841
库存	368,122	467,361	650,076	749,077	863,334
其他流动资产	47,726	59,392	60,314	70,032	81,849
流动资产总计	547,024	721,295	865,843	998,236	1,151,633
固定资产	4,919	6,814	7,418	8,025	8,632
无形资产	1,247	1,462	1,399	1,339	1,282
其他长期资产	58,105	101,103	112,526	115,436	119,023
长期资产总计	64,271	109,379	121,343	124,800	128,938
总资产	611,296	830,674	987,186	1,123,036	1,280,571
应付帐款	173,184	252,072	291,518	338,490	395,603
短期债务	26,646	43,350	111,605	130,414	151,487
其他流动负债	220,231	284,577	316,559	364,768	420,406
流动负债总计	420,062	579,998	719,682	833,672	967,496
长期借款	52,844	85,514	85,514	85,514	85,514
其他长期负债	2,080	3,485	705	737	777
股本	11,052	11,039	11,039	11,040	11,042
储备	89,132	102,406	116,980	133,203	150,796
股东权益	100,184	113,445	128,019	144,243	161,838
少数股东权益	36,126	48,232	53,266	58,869	64,945
总负债及权益	611,296	830,674	987,186	1,123,036	1,280,571
每股帐面价值(人民币)	9.11	10.32	11.64	13.12	14.72
每股有形资产(人民币)	8.96	10.13	11.47	12.94	14.54
每股净负债/(现金)(人民币)	2.38	3.79	10.18	10.71	11.27

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	16.0	15.8	14.4	13.8	12.7
息税前利润率(%)	15.6	15.3	14.1	13.6	12.6
税前利润率(%)	17.3	16.3	15.7	15.2	14.3
净利率(%)	9.3	8.7	8.7	8.4	7.9
流动性					
流动比率(倍)	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
利息覆盖率(倍)	17.2	15.9	17.7	15.9	15.3
净权益负债率(%)	19.3	25.9	62.0	58.2	54.9
速动比率(倍)	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
估值					
市盈率(倍)	12.9	11.1	9.5	8.5	7.9
核心业务市盈率(倍)	12.9	11.1	9.5	8.5	7.9
目标价对应核心业务市盈率(倍)	15.2	13.1	11.1	10.0	9.2
市净率(倍)	2.3	2.1	1.8	1.6	1.4
价格/现金流(倍)	14.6	5.9	(4.6)	30.6	29.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.4	7.3	8.5	7.9	7.5
周转率					
存货周转天数	801.7	795.3	892.0	962.6	950.7
应收帐款周转天数	120.2	140.8	115.0	85.2	85.2
应付帐款周转天数	288.2	322.7	351.0	353.0	356.9
回报率					
股息支付率(%)	57.2	57.4	55.3	55.3	55.3
净资产收益率(%)	19.2	19.7	20.4	20.2	19.5
资产收益率(%)	4.2	3.7	3.3	3.1	2.9
已运用资本收益率(%)	15.9	15.1	12.1	11.2	10.8

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371