

万科A (000002)

行业：房地产开发

## 加速推盘销售倍增

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：

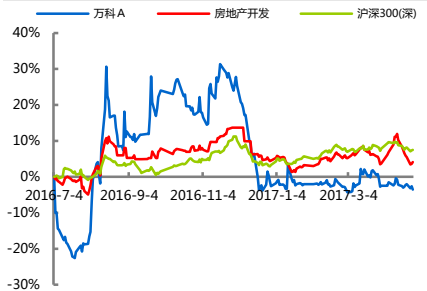
当前股价：19.76

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)	2,181
流通市值(亿元)	1,919
成交量(百万股)	51.91
成交额(百万元)	1,019.00

股价表现



相关报告

《万科A-销售超预期，静待股权事件完全解决》2017-03-28

《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

2017年一季度实现营收185.9亿元(+27.2%)，归母净利润6.95亿元(-16.5%)，EPS0.063元(-16.0%)。

投资要点：

◇ **营收稳步增长，三费即期结算、合作项目结算致归母净利下降。**17年一季度实现营收185.9亿元(+27.2%)；归母净利润6.95亿元(-16.5%)。归母净利润同比下降主要系毛利率下降、三费占比升高致净利率下降，合作项目结算致少数股东损益占比增加：毛利率29.8%(-2.0个pc)、三费占比15.4%(+0.9个pc)、净利率6.0%(-2.6个pc)、少数股东损益4.14亿元(净利润占比37.3%，前值33.4%)。其中房地产营收160.3亿元(+20.6%)，占比86.2%；结算面积143万方，均价1.12万元/方，与16年基本持平。

◇ **一季度加速推盘、销售超预期倍增。**17Q1销售额1502.7亿元(+99.7%)，超预期倍增，销售面积988.2万方(+81.1%)，**均价1.52万元/方**，较16年全年均价1.32万元/方显著增长，**以销售额计市占率达7.75%**，较16年3.1%实现倍增(深圳、北京、天津三市Q1销售额均突破百亿元)，预计全年销售额4000亿元无忧。17Q1新开工面积917.7万方(+29.4%)，占计划值2923.6万方的31.4%。

◇ **坚持审慎拿地，储备、待结转资源充足。**17Q1新增开发项目44个，其中26个合作项目，合计权益占比68%，权益建面554.0万方。17Q1拿地价款280.8亿元，仅占销售额的18.7%(36.2%)；楼面地价5069元/方，仅为同期销售均价15206元/方的33.3%(45.5%)，均较16年有明显下降。17年3月末储备面积5123.0万方，权益面积以68%计约3483.6万方，货值以17Q1均价1.52万元/方计约5300亿元。截至17年3月末已售未结金额3349.4亿元、面积2719.3万方，较16年末分别+20.4%、+19.3%，预收款3279.4亿元(16年末2746.5亿元)，保证17年结算量。

◇ **经营持续稳健，评级展望恢复至“稳定”。**在手现金909.7亿元(16年末870.3亿元)，远高于短债483.4亿元(16年末433.5亿元)，有息负债1420.2亿元(16年末1288.6亿元)。资产负债率81.7%(+2.8个pc)，扣除预收账款后的资产负债率44.8%(+3.9个pc)，净负债率31.5%(+6.1个pc)，保持行业低位、经营持续稳健。另穆迪维持“Baa1”评级并上调评级展望至“稳定”。

◇ **深铁入驻，“轨交+物业”加速资源储备。**深铁集团17年1月25日完成受让华润所持15.31%股份成为新“基石股东”，3月17日受恒大委托行使其所持14.07%股份表决权等权利，合计可行使29.38%的表决权、提案权等，为拥有表决权比例最高的股东。另相较16年年报，17年一季度报中证金公司继续减持已退出前十大股东。深铁曾表态不排除进一步增持，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”入驻将有利于公司经营及团队稳定，加之深铁充沛的土地资源与开发业务天然协同，预计未来公司资源获取能力将随深铁外拓进一步释放。

◇ **17年一季度销售倍增，持续低成本稳健拿地，项目多集中一、二线城市，均价显著增长确保结算利润。多元化转型业务拓展顺利、股权事件破局在望，公司业绩增长有望重回快车道。RNAV22.38元/股，预计17-19年EPS2.36、2.79、**

**3.18元，对应PE8/7/6倍，股权事件尚未完全解决，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	300715	361636	417657
收入同比(%)	23%	25%	20%	15%
归属母公司净利润	21023	26065	30834	35148
净利润同比(%)	16%	24%	18%	14%
毛利率(%)	29.4%	29.3%	29.2%	29.1%
ROE(%)	18.5%	18.7%	19.3%	19.2%
每股收益(元)	1.90	2.36	2.79	3.18
P/E	10.14	8.18	6.91	6.06
P/B	1.88	1.53	1.33	1.17
EV/EBITDA	5	4	3	3

资料来源：中国中投证券财富研究部

附：公司 16 年主要财务指标

图 1：经营情况

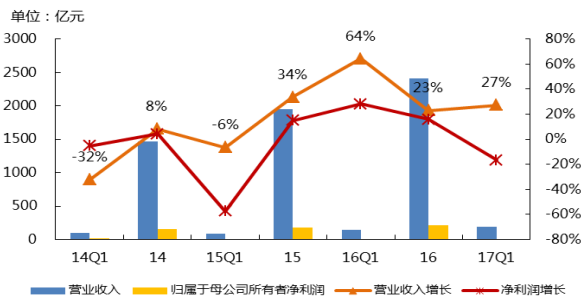


图 2：EPS 和 ROE

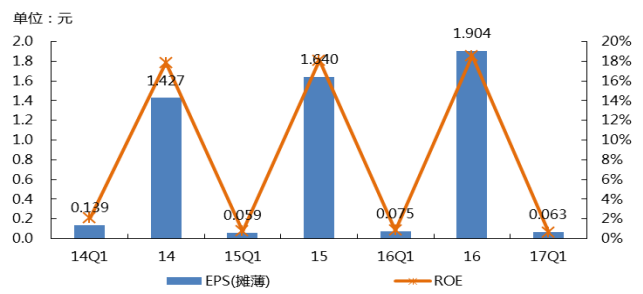


图 3：综合毛利率和净利率

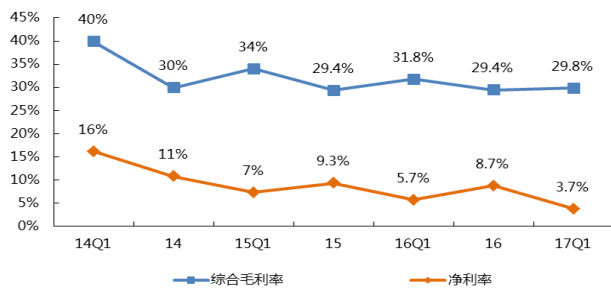


图 4：三费水平

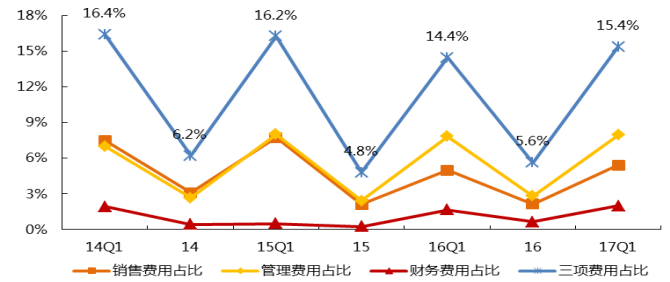


图 5：货币资金和短期负债

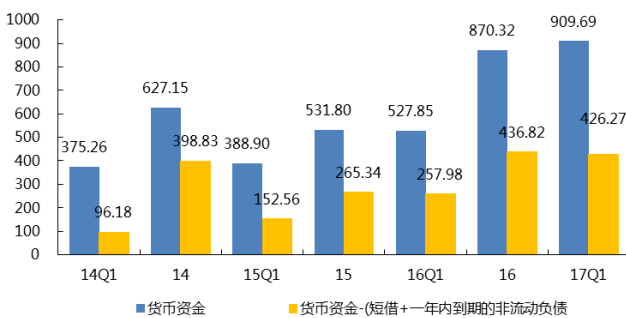


图 6：负债水平

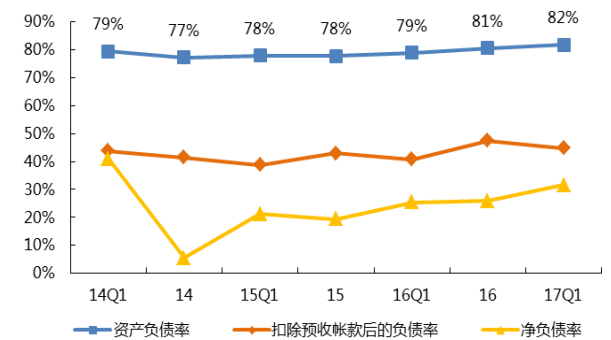


图 7：各年累计销售面积

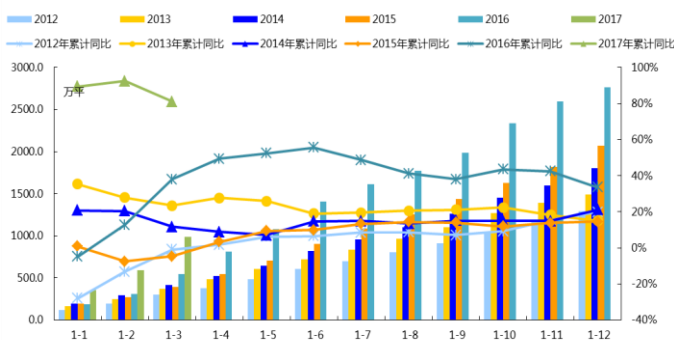
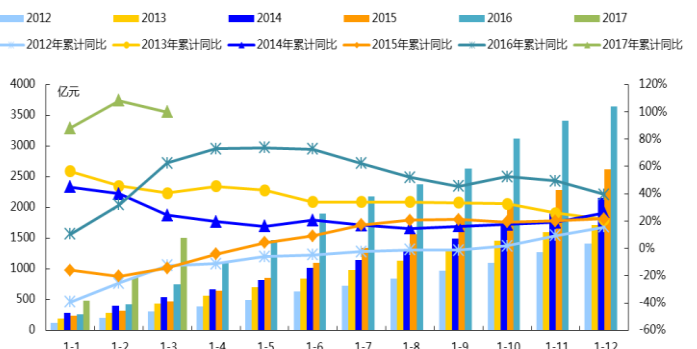


图 8：累计销售金额



数据来源：公司公告，中国中投证券财富研究部

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	721295	859482	989767	108983
现金	87032	94317	108539	102105
应收账款	2075	3812	4585	5295
其它应收款	105435	120045	144365	166728
预付账款	50263	60143	72327	83531
存货	467361	572494	651087	723288
其他	9129	8670	8864	8888
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	830674	968033	109766	119706
<b>流动负债</b>	579998	685207	786680	854013
短期借款	16577	0	0	0
应付账款	138048	150358	180818	208828
其他	425374	534850	605862	645185
<b>非流动负债</b>	88999	85999	82999	79999
长期借款	56406	53406	50406	47406
其他	32593	32593	32593	32593
<b>负债合计</b>	668998	771206	869679	934012
少数股东权益	48232	57317	68065	80316
股本	11039	11039	11039	11039
资本公积	8268	8268	8268	8268
留存收益	93741	120202	140611	163425
归属母公司股东权益	113445	139510	159918	182732
<b>负债和股东权益</b>	830674	968033	109766	119706

**现金流量表**

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	39566	24276	25260	6563
净利润	28350	35150	41582	47399
折旧摊销	1149	1139	1168	1182
财务费用	1592	2190	2186	2237
投资损失	-5014	-5014	-5014	-5014
营运资金变动	14287	-9572	-14961	-39517
其它	-798	383	300	275
<b>投资活动现金流</b>	-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
<b>筹资活动现金流</b>	31297	-21766	-15611	-17571
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	-2190	-12611	-14571
<b>现金净增加额</b>	27742	7285	14222	-6435

资料来源：中国中投证券财富研究部，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	240477	300715	361636	417657
营业成本	169742	212659	256079	296088
营业税金及附加	21979	27484	33052	38172
营业费用	5161	6453	7761	8963
管理费用	6801	8504	10227	11811
财务费用	1592	2190	2186	2237
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
<b>营业利润</b>	39024	48439	57345	65399
营业外收入	398	398	398	398
营业外支出	168	168	168	168
<b>利润总额</b>	39254	48668	57574	65629
所得税	10903	13518	15992	18230
<b>净利润</b>	28350	35150	41582	47399
少数股东损益	7328	9085	10748	12251
<b>归属母公司净利润</b>	21023	26065	30834	35148
EBITDA	41764	51768	60698	68818
EPS (元)	1.90	2.36	2.79	3.18

**主要财务比率**

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>				
营业收入	23.0%	25.0%	20.3%	15.5%
营业利润	17.8%	24.1%	18.4%	14.0%
归属于母公司净利润	16.0%	24.0%	18.3%	14.0%
<b>获利能力</b>				
毛利率	29.4%	29.3%	29.2%	29.1%
净利率	8.7%	8.7%	8.5%	8.4%
ROE	18.5%	18.7%	19.3%	19.2%
ROIC	27.0%	31.2%	32.8%	28.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	80.5%	79.7%	79.2%	78.0%
净负债比率	14.91%	10.40%	8.87%	7.94%
流动比率	1.24	1.25	1.26	1.28
速动比率	0.44	0.42	0.43	0.43
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.33	0.33	0.35	0.36
应收账款周转率	103	100	84	82
应付账款周转率	1.48	1.47	1.55	1.52
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	1.90	2.36	2.79	3.18
每股经营现金流(最新摊薄)	3.58	2.20	2.29	0.59
每股净资产(最新摊薄)	10.28	12.64	14.49	16.55
<b>估值比率</b>				
P/E	10.14	8.18	6.91	6.06
P/B	1.88	1.53	1.33	1.17
EV/EBITDA	5	4	3	3

## 相关报告

报告日期	报告标题
2017-03-28	《万科A-销售超预期，静待股权事件圆满解决》
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》
2015-02-06	《合伙人增持改革谋变，全球配置当然选择》
2014-11-06	《万科A-计划完成率居前3甲，估值空间提升大》

## 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,中国中投证券财富研究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,中投证券财富研究部房地产行业分析师,伦敦城市大学卡斯商学院理学硕士。

谢余胤,中投证券财富研究部房地产行业分析师,香港科技大学商学院经济学硕士。

## 免责声明

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财富研究部

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