

净负债率持续低位、已售未结资源充足

——2017年一季度报点评

■事件：公司一季报发布，17年一季度实现营业收入185.9亿元，同比增长27.2%；归属于上市公司股东的净利润6.95亿元，同比下降16.5%；EPS 0.063元/股，同比下降16%；公司房地产业务实现销售面积988.2万平方米，销售金额1,502.7亿元，同比分别增长81.1%和99.7%。

■收入规模扩大，利润小幅下滑：1) 营业收入同增：一季度营业收入同增27.2%，主要是由于房地产业务结算面积增加，达到143.0万平方米，同比增长20.8%；房地产业务营业收入160.3亿元，同比增长20.6%；2) 归属于上市公司股东的净利润下降：净利润同比下降16.5%，主要是由于融资规模上升，公司利息支出及财务费用相应增加，以及，一季度结算项目包含一批合作比例较高的项目，使得少数股东损益占公司净利润的比例上升至37.3%，公司预计2017年全年净利润同比仍将保持增长；3) 毛利率和净利率同比下降：公司一季度毛利率为29.8%，同比下降2个百分点，净利率为5.97%，同比下降2.58个百分点；4) 负债率低位略有上升，资金充足：公司净负债率为31.5%，同比增长了5.5个百分点，仍保持在行业低位，公司资产负债率和真实资产负债率分别为81.7%和71.0%，同比分别增长2.8和5.0个百分点；公司持有的货币资金为909.7亿元，远高于短期借款和一年内到期有息负债总和483.4亿元，在售现金充足。

■销售重夺桂冠，可结算资源充足：1) 销售金额翻番，重回销售冠军宝座：公司房地产业务实现销售面积988.2万平方米，销售金额1,502.7亿元，同比分别增长81.1%和99.7%。其中，公司在深圳、北京、天津三个城市的单季销售金额均突破百亿元。根据克而瑞的数据，一季度共三家地产企业销售突破千亿，公司再次夺得销售冠军；2) 已售未结资源充足：公司合并报表范围内尚有2,719.3万平方米已售资源未竣工结算，合同金额合计约3,349.4亿元，较年初分别增长19.3%和20.4%，为未来结算业绩奠定坚实的基础。3) 中西部区域销售增速高于东部区域：北京区域和中西部区域一季度销售面积分别为273万平和267万平，两区域相比去年同期均增长了114.7%，上海区域和广深区域同比增长分别为54%和51%。

■坚持审慎拿地策略，深耕重点城市：1) 多元化方式拿地：一季度公司新增开发项目42个，其中61.9%的项目通过合作方式获取，规划建筑面积约764.4万平方米，按公司权益计算的规划建筑面积约470.3万平方米；2) 重点城市补库存：公司重点观察公司长期重点研究的14个城市商品住宅批准预售面积同比下降37.9%，由于新房成交面积大于新增供应，上述城市3月底的新房可售库存为0.85亿平方米，相比2016年底的0.93亿平方米进一步减少，公司在上述城市加大拿地力度，一季度42个新开发项目中，18个项目为重点14城项目；3) 新开工同比增长29.4%：一季度公司实现新开工面积917.7万平方米，占全年开工计划的31.4%。

■与深铁合作推进“轨道+物业”模式，城市配套服务持续发展：1) 深铁成为基石股东：“地铁集团以协议受让方式获得公司15.31%的股份，成为公司基石股东；另获恒大持有14.07%股权的表决权，合计29.38%表决权，已经超过持股25.4%宝能系。地铁集团作为公司基石股东，表示将支持公司混合所有制结构和事业合伙人机制，支持公司城市配套服务商战略。未来公司和地铁集团可以充分发挥各自优势，获得地铁覆盖核心区域稀缺项目资源；2) 多元化城市配套服务持续发展：公司物业管理服务保持行业领先地位，继物流地产的迅猛发展后，公司在商业地产领域开展大手笔布局，据17年3月公告披露，公司通过了组建商业地产投资基金议案，欲将印力集团打造为万科商业开发和管理平台；公司的滑雪业务、养老业务和长租公寓也在稳步推进，提升城市配套服务能力。

投资建议：公司2017年一季度收入规模扩大，销售重回榜首，彰显了管理层的专业性和实力。我们看好公司“轨道+物业”的模式和多元化业务的城市配套服务发展战略，预期17年业绩继续稳步增长。我们预计公司17-19年公司EPS为2.31、2.78、3.04，维持“买入-A”评级，6个月目标价25.41元。

风险提示：董事会席位尚未确定，管理层变动风险。

摘要(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	195,549.1	240,477.2	295,728.3	363,262.5	430,772.4
净利润	18,119.4	21,022.6	25,515.3	30,691.6	33,528.6
每股收益(元)	1.64	1.90	2.31	2.78	3.04
每股净资产(元)	9.08	10.28	11.63	13.25	15.05
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	12.5	10.8	8.9	7.4	6.8
市净率(倍)	2.3	2.0	1.8	1.6	1.4
净利润率	9.3%	8.7%	8.6%	8.4%	7.8%
净资产收益率	18.1%	18.5%	19.9%	21.0%	20.2%
股息收益率	3.5%	3.8%	4.5%	5.7%	6.1%
ROIC	25.0%	21.2%	23.3%	28.9%	29.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

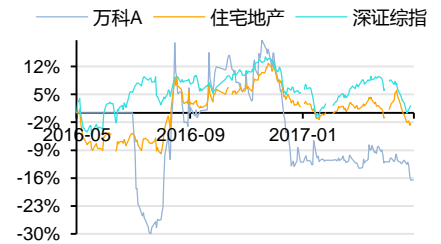
投资评级 买入-A
维持评级

6个月目标价：25.41元
股价(2017-05-01) 19.50元

交易数据

总市值(百万元)	215,263.46
流通市值(百万元)	189,326.82
总股本(百万股)	11,039.15
流通股本(百万股)	9,709.07
12个月价格区间	17.02/27.72元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	-1.24	-5.16	-18.6
绝对收益	-5.25	-5.71	-16.84

陈天诚 分析师
SAC 执业证书编号：S1450515100001
chentc@essence.com.cn
021-35082325

相关报告

万科A：一季销售再度夺冠、股争平息全力发展	2017-04-06
万科A：华润转让万科股权、万科股争再现转机	2017-01-13
万科A：不以物喜、不以己悲	2016-10-28
万科A：——公司16年中报点评	2016-08-22
万科A：公司经营数据点评	2016-08-05

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	195,549.1	240,477.2	295,728.3	363,262.5	430,772.4	成长性					
减:营业成本	138,150.6	169,742.4	208,678.7	257,232.3	305,441.9	营业收入增长率	33.6%	23.0%	23.0%	22.8%	18.6%
营业税费	17,980.4	21,978.8	27,207.0	33,529.1	39,889.5	营业利润增长率	32.6%	17.8%	20.6%	25.5%	14.4%
销售费用	4,138.3	5,160.7	6,269.4	7,701.2	9,132.4	净利润增长率	15.1%	16.0%	21.4%	20.3%	9.2%
管理费用	4,745.2	6,800.6	8,191.7	7,773.8	11,027.8	EBITDA 增长率	31.6%	22.0%	23.8%	21.2%	13.9%
财务费用	477.7	1,592.1	4,097.1	3,039.4	3,218.2	EBIT 增长率	31.1%	20.9%	26.0%	21.4%	14.0%
资产减值损失	495.9	1,192.8	733.4	660.1	594.1	NOPLAT 增长率	31.8%	13.7%	30.8%	21.4%	14.0%
加:公允价值变动收益	-	-	10.0	12.0	11.5	投资资本增长率	34.6%	18.9%	-2.3%	13.0%	9.7%
投资和汇兑收益	3,561.9	5,013.8	6,518.0	5,765.9	6,141.9	净资产增长率	17.6%	18.6%	15.5%	17.1%	17.1%
营业利润	33,122.8	39,023.8	47,078.9	59,104.6	67,621.9	利润率					
加:营业外净收支	679.8	229.8	456.5	439.9	527.8	毛利率	29.4%	29.4%	29.4%	29.2%	29.1%
利润总额	33,802.6	39,253.6	47,535.4	59,544.5	68,149.7	营业利润率	16.9%	16.2%	15.9%	16.3%	15.7%
减:所得税	7,853.2	10,903.4	11,883.8	14,886.1	17,037.4	净利润率	9.3%	8.7%	8.6%	8.4%	7.8%
净利润	18,119.4	21,022.6	25,515.3	30,691.6	33,528.6	EBITDA/营业收入	17.5%	17.4%	17.5%	17.3%	16.6%
						EBIT/营业收入	17.2%	16.9%	17.3%	17.1%	16.4%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	7	9	8	6	5
						流动资产周转天数	165	148	117	104	104
						流动营业资本周转天数	931	949	916	898	896
						应收账款周转天数	119	139	122	127	129
						存货周转天数	631	625	619	615	610
						总资产周转天数	1,031	1,079	1,049	1,009	993
						投资资本周转天数	222	227	198	170	160
						投资回报率					
						ROE	18.1%	18.5%	19.9%	21.0%	20.2%
						ROA	4.2%	3.4%	4.0%	3.9%	4.1%
						ROIC	25.0%	21.2%	23.3%	28.9%	29.2%
						费用率					
						销售费用率	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
						管理费用率	2.4%	2.8%	2.8%	2.1%	2.6%
						财务费用率	0.2%	0.7%	1.4%	0.8%	0.7%
						三费/营业收入	4.8%	5.6%	6.3%	5.1%	5.4%
						偿债能力					
						资产负债率	77.7%	80.5%	79.1%	80.9%	79.2%
						负债权益比	348.5%	413.8%	378.2%	422.5%	381.7%
						流动比率	1.30	1.24	1.15	1.14	1.17
						速动比率	0.43	0.44	0.34	0.37	0.37
						利息保障倍数	70.33	25.51	12.49	20.45	22.01
						分红指标					
						DPS(元)	0.72	0.79	0.93	1.16	1.25
						分红比率	43.9%	41.5%	40.1%	41.8%	41.2%
						股息收益率	3.5%	3.8%	4.5%	5.7%	6.1%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	25,949.4	28,350.3	25,515.3	30,691.6	33,528.6	EPS(元)	1.64	1.90	2.31	2.78	3.04
加:折旧和摊销	715.8	1,148.6	537.9	546.8	553.4	BVPS(元)	9.08	10.28	11.63	13.25	15.05
资产减值准备	495.9	1,192.8	-	-	-	PE(X)	12.5	10.8	8.9	7.4	6.8
公允价值变动损失	-	-	10.0	12.0	11.5	PB(X)	2.3	2.0	1.8	1.6	1.4
财务费用	477.7	1,592.1	4,097.1	3,039.4	3,218.2	P/FCF	-32.6	5.1	-18.3	11.0	12.5
投资损失	-3,561.9	-5,013.8	-6,518.0	-5,765.9	-6,141.9	P/S	1.2	0.9	0.8	0.6	0.5
少数股东损益	7,830.0	7,327.6	10,136.3	13,966.8	17,583.7	EV/EBITDA	9.0	6.7	5.0	4.2	3.7
营运资金的变动	-7,040.2	15,342.7	5,697.5	-21,803.6	-18,450.4	CAGR(%)	19.8%	21.7%	22.7%	19.8%	21.7%
经营活动产生现金流量	16,046.0	39,566.1	39,476.1	20,687.0	30,303.0	PEG	0.6	0.5	0.4	0.4	0.3
投资活动产生现金流量	-20,947.5	-43,389.1	3,802.6	1,082.8	1,108.9	ROIC/WACC	2.3	1.9	2.1	2.6	2.7
融资活动产生现金流量	-5,103.9	31,296.7	-56,378.7	-4,886.3	-14,534.4	REP	1.0	0.9	0.8	0.5	0.5

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

陈天诚声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034