

2017年06月14日

万科A (000002.SZ)

公司快报

证券研究报告

住宅地产

深铁晋升第一大股东，“轨道+物业”挖掘新价值

——深铁受让恒大万科股份点评

■事件：1) 6月9日公告，恒大转让其所有持有所有万科股份给深铁集团，转让价格18.8元/股，转让总价格292亿元；2) 6月12日公告，深铁受让恒大持有万科股权协议已获深圳国资委批准；

■股权之争告一段落，“轨道+物业”发展战略加速：1) 转让前宝能为第一大股东：在本次转让之前，宝能持有28.04亿股，占25.4%，为公司第一大股东；深铁持有16.9亿股，占15.31%；恒大持有15.53亿股，占14.07%；安邦持有7.43亿股，占6.73%。2) 转让后深铁为第一大股东，推动“轨道+物业”发展：此次转让之后，万科大股东正式变更为深铁，深铁合计持有29.38%，合计耗资663.72亿元，平均持股成本20.46元。而随着深铁成为公司第一大股东，公司股权之争将告一段落，这有利于公司“轨道+物业”发展战略的加速推进，公司将在未来激烈的市占率竞争获取更多资源优势的可能，且纷扰多时的股权之争对公司上下多少产生了一些负面影响，消除这些负面影响，将让万科更加集中精力发展业务。

■深铁作为第一大股东稳住局面促成多方利好：1) 恒大回A路途顺畅、负债进一步优化：恒大目前正拟借壳（深圳国资旗下的深深房A）回归A股，本次股权转让交易有望促进恒大与深圳市政府的互信。同时，本次交易将为恒大回笼大笔资金，进一步优化公司负债率，预计净负债率将下降15.2%。2) 为宝能退出设立标杆：宝能持有万科25.4%的股权，持股成本约16元，目前处于浮盈状态。恒大的转让，无论从价格和模式上都设立了隐形的标准，若以恒大的交易价格，宝能则有机会盈利退出，也加大了股权之争解决可能性。3) 安邦继续深化和万科合作、做积极的财务投资者：安邦持有万科6.73%的股权，持股成本约18.21元。安邦之前持有万科也是看好万科的长远发展，做一个积极的财务投资者，此次转让让万科能继续聚焦精力，做好公司经营，对身为财务投资者的安邦是一个长远利好。

■1-5月销售放量、拿地力度更进一步：1) 销售额实现高基数下的高增长：根据公告，公司前5月累计实现销售金额2280.5亿元，同比增长54.4%，作为龙头地产企业，17年上半年销售情况预计超预期。2) 积极布局土地储备、坚持合作拿地策略以控制成本：1-5月累计新增土地计容建面1213.7万方，同比增长23.7%，进一步加大大拿地力度；公司5月新增12个项目中，半数项目为合作拿地。新增9个地产开发项目中，三分之二的位于公司重点布局城市，公司坚持审慎拿地策略，深耕重点城市。

投资建议：公司2017年1-5月销售额实现了高增长，整体销售受行业调控影响略有回落，但全年依旧有望大幅跑赢行业水平；深铁受让恒大持有万科股份成为公司第一大股东，有助于公司管理层的稳定，从而聚焦更多精力在公司运营层面。此次转让对万科而言是公司一个新的发展阶段的开始，公司未来凭借深铁的资源优势，积极布局“轨道+物业”模式，为公司下一个十年发展打下良好基础，万科凭借优秀的管理能力依旧会是地产行业的标杆。在公司前5月销售超预期、行业集中度提升和股争形势进一步明朗的支撑下，我们看好17年业绩继续稳步增长。预计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

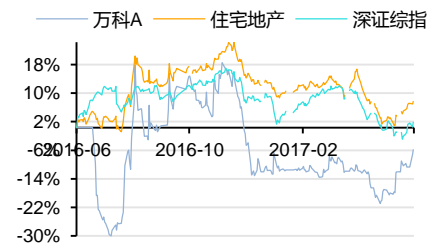
投资评级 买入-A
维持评级

6个月目标价：25.41元
股价(2017-06-13) 22.00元

交易数据

总市值(百万元)	242,861.34
流通市值(百万元)	213,599.49
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

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	11.22	14.6	-9.24
绝对收益	13.4	6.23	-7.46

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：2017年一季度报点评/陈天诚	2017-05-02
万科A：一季销售再度夺冠、股争平息全力发展/陈天诚	2017-04-06
万科A：华润转让万科股权、万科股争再现转机/陈天诚	2017-01-13
万科A：不以物喜、不以己悲/陈天诚	2016-10-28
万科A：——公司16年中报点评/陈天诚	2016-08-22

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					
						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
						流动资产周转天数	119	139	122	127	129
						应收账款周转天数	631	625	619	615	610
						存货周转天数	1,031	1,079	1,049	1,009	993
						总资产周转天数	222	227	198	170	160
						投资资本周转天数					
						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