

万科A (000002)

推荐

行业：房地产开发

股权事件圆满解决，“轨道+物业”开启新时代

投资要点：

◇ **强强联手深铁“基石股东”，股权纷争圆满解决。**通过受让华润和恒大所持公司股份，深铁持股万科29.38%，成第一大股东。其余股东宝能、万科管理层（金鹏、德赢1号）、安邦、刘元生、万科工会分别持股25.4%、7.12%、6.18%、1.21%和0.61%，剔除H股、证金、汇金后，万科A剩余流通股只占总股本的12.04%。新董事会完成换届，郁亮顺利接任董事长并兼任总裁，管理层平稳过度进入“郁亮”时代。

◇ **深铁全面支持万科发展模式。**包括支持万科混合所有制结构、万科城市配套服务商战略和事业合伙人机制、万科管理团队按照既定战略目标实施运营和管理、支持深化“轨道+物业”发展模式等。深铁入驻表示看好公司发展前景，将有利于公司经营及团队稳定。

◇ **“轨道+物业”新模式扬帆起航，有望成为标杆。**未来10-15年是轨交发展的黄金时期，公司已和深铁互动并抢占先机，深铁运营285公里11条线，仍有1142公里，42条线需要发展，换乘枢纽多，可大幅推进“轨道+物业”发展。当前很多二三线大城市缺乏大规模开展轨交业务的资金和人才，已表示欢迎公司协助全面推进，“轨道+物业”模式将加速公司储备和发展。在后房地产时代，开发商的发展空间转向城市群的发展带来人流、物流、资金流、产业流的房地产需求红利。在行业集中度大幅提升，行业进入资源为王，赢家通吃时代，公司联合深铁，将获取深铁开发站点及铁路沿线充沛的土地资源（预估核心枢纽区域约427万方、沿线555万方），与公司开发业务天然协同并随深铁外拓进一步释放。

◇ **龙头强者恒强，销售再超预期。**17年1-6月销售额在16年增长50%以上的基础再度增长45%，经过5年市场份额2%-3%的盘整，16年开始市占率由3.1%跳升至17年1-5月的5.2%，充分彰显行业优胜劣汰背景下龙头强者恒强的优势，已实现销售额可充分抵御调控压力。销售额1-6月2727.5亿元再超预期，**全年销售额有望超计划（计划4200亿元，+15%）。**

◇ **纷争消除，“轨道+物业”新模式打开估值空间。**万科深铁强强联合、优势互补，新轨道线拓展大量开发机会，公司有望成为全国轨道交通PPP模式建设标杆，优先抢占新一轮城市圈轨交物业制高点。市占率加速提升，行业龙头赢家通吃优势突出（近期551亿拿下广州荔湾、越秀区约221万方开发土地），充分受益“粤港澳大湾区”城市群红利。RNAV22.38元/股，17-19年EPS2.36、2.79、3.18元，对应PE11/9/8倍。综合内房股龙头恒大15XPE、碧桂园10XPE，美股龙头Dr.Horton13XPE(PS1.03)，给予公司15XPE，对应PS0.92（以17年计划4200亿计），对应6-12月目标价35.4元，上调评级至“推荐”。

◇ **风险提示：**调控持续致销售低于预期；新进入股东干预经营，新管理层及团队执行力降低等；7月15日宝能所持股份解禁可售出致股价波动。

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

请务必阅读正文之后的免责条款部分

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： 35.4

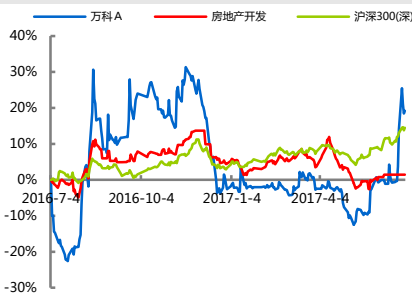
当前股价： 24.97

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)	2,756
流通市值(亿元)	2,424
成交量(百万股)	59.56
成交额(百万元)	1,487.56

股价表现



相关报告

《万科A-加速推盘销售倍增》

2017-04-28

《万科A-销售超预期，静待股权事件圆满解决》 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

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	13.11	10.58	8.94	7.84
P/B	2.43	1.98	1.72	1.51
EV/EBITDA	7	5	5	4

资料来源：中国中投证券财富研究部

附：主要财务指标

图 1：经营情况

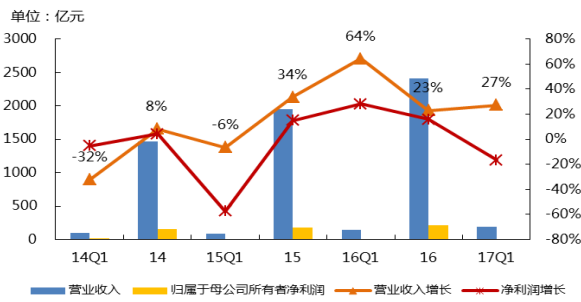


图 2：EPS 和 ROE

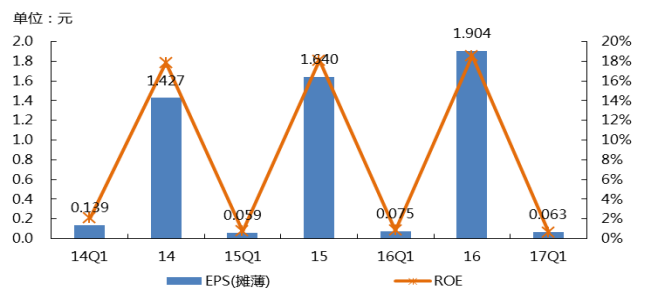


图 3：综合毛利率和净利率

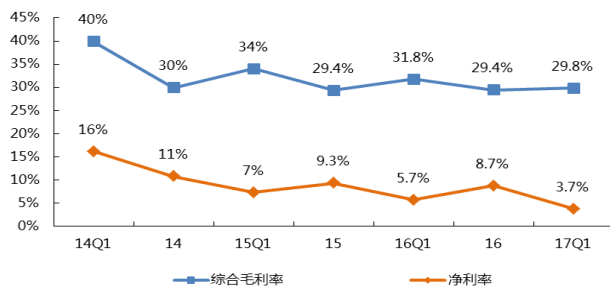


图 4：三费水平

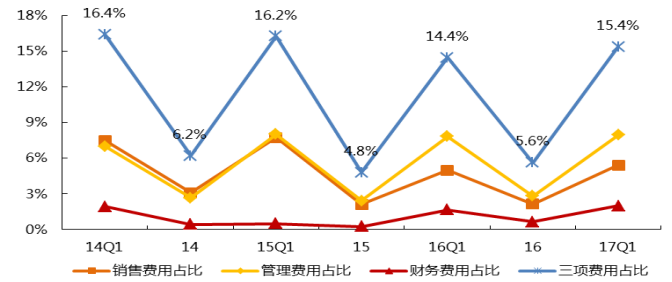


图 5：货币资金和短期负债

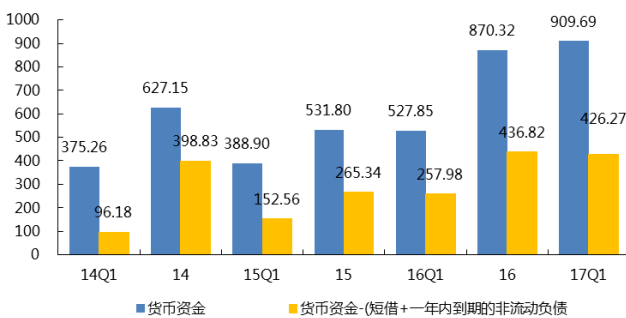


图 6：负债水平

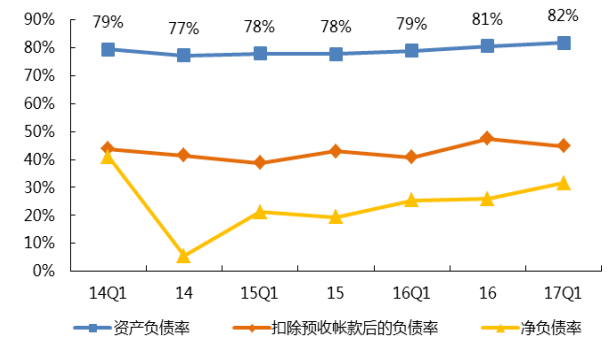


图 7：各年累计销售金额

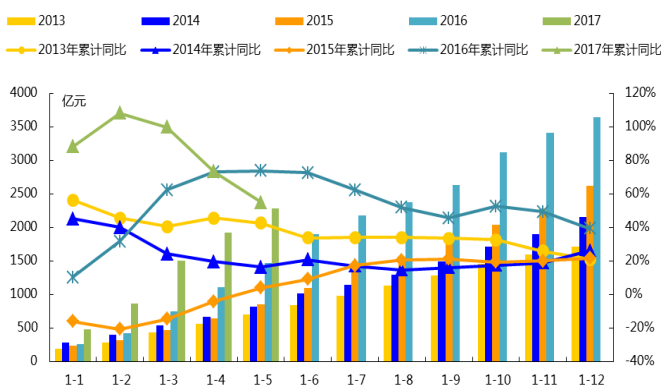
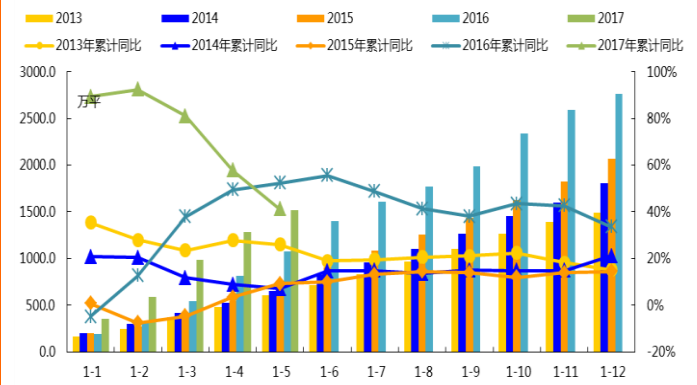


图 8：累计销售面积



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
流动资产	721295	859482	989766	108983
现金	87032	94076	108250	101770
应收账款	2075	3812	4585	5295
其它应收款	105435	120286	144654	167062
预付账款	50263	60143	72327	83531
存货	467361	572494	651087	723288
其他	9129	8670	8864	8888
非流动资产	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
资产总计	830674	968032	109766	119705
流动负债	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
非流动负债	88999	85999	82999	79999
长期借款	56406	53406	50406	47406
其他	32593	32593	32593	32593
负债合计	668998	771206	869679	934012
少数股东权益	48232	57317	68064	80315
股本	11039	11039	11039	11039
资本公积	8268	8268	8268	8268
留存收益	93741	120202	140610	163424
归属母公司股东权益	113445	139509	159917	182731
负债和股东权益	830674	968032	109766	119705

现金流量表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	39566	24036	25212	6518
净利润	28350	35150	41582	47399
折旧摊销	1149	1139	1168	1182
财务费用	1592	2190	2187	2238
投资损失	-5014	-5014	-5014	-5014
营运资金变动	14287	-9783	-14961	-39517
其它	-798	354	251	231
投资活动现金流	-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
筹资活动现金流	31297	-21767	-15612	-17572
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	-12612	-14572
现金净增加额	27742	7044	14173	-6480

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
营业收入	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	2187	2238
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
营业利润	39024	48438	57344	65398
营业外收入	398	398	398	398
营业外支出	168	168	168	168
利润总额	39254	48668	57574	65628
所得税	10903	13518	15992	18229
净利润	28350	35150	41582	47399
少数股东损益	7328	9085	10748	12251
归属母公司净利润	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
成长能力				
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%
获利能力				
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%	31.1%	32.7%	28.7%
偿债能力				
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
营运能力				
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
每股指标 (元)				
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	2.18	2.28	0.59
每股净资产(最新摊薄)	10.28	12.64	14.49	16.55
估值比率				
P/E	13.11	10.58	8.94	7.84
P/B	2.43	1.98	1.72	1.51
EV/EBITDA	7	5	5	4

相关报告

报告日期	报告标题
2017-04-28	《万科A-加速推盘销售倍增》
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》

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。

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。

免责条款

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

