

七月新秋风露早，淡季不淡销售好

——万科七月销售点评

■事件：公司公布7月份销售数据，7月单月公司实现销售面积249.1万方，销售金额355.6亿元。1~7月份公司累计实现销售面积2,117.6万方，销售金额3,127.4亿元。

■七月新秋风露早：1) 淡季不淡，单月销售环比下滑，同比增速提升：公司7月份销售面积、销售金额分别同比增长19.9%和29.6%（上月为7%和16%），环比增速为-28.5%和-27.6%（上月为44.0%和36.9%）。按照克而瑞的统计，万科单月355.6亿元的销售位列全国TOP3，次于恒大和碧桂园。2) 1-7月第一梯队优势拉大：公司1~7月份累计销售面积2,117.6万方，销售金额3,127.4亿元，累计同比增速分别为31.0%或43.8%（上月33%和46%），共公司均位于行业TOP3。1-7月份第一梯队（TOP3房企）与二梯队的差距拉大至1250.3亿元（二梯队龙头保利）。3) 均价平稳上升，溢价能力明显：公司7月单月和累计销售均价分别为14,275和14,769元/平方米，同比增长8.1%和9.8%（上月8.6%和10%），均价水平高于恒大、保利和碧桂园等其他龙头。

■拿地力度继续加大，累计权益金额增长42%：根据公告，6月份销售简报披露以来公司新增非物流项目20个，权益面积463.9万方，权益拿地价款216.28亿元，整体楼面价为4662元/平方米，万科所占综合权益比例为85%（上月74%）。我们统计万科1-7月份拿地权益总价803.6亿元（剔除物流用地），累计同比增加了42%（上月21%）。1-7月平均拿地成本4953元/平方米（上年5083元）。

■参与普洛斯私有化，冲击中国物流地产TOP1：公司7月17日晚间公告将联合厚朴物流、高瓴资本、中银集团共同私有化新加坡上市公司普洛斯。本次收购价敲定为折合人民币约787亿元，对应GLP2016年业绩的PE为14.7倍，万科香港持有并购财团优先级权益21.4%。

1) 普洛斯公司是全球领先的物流地产公司，也是中国物流地产龙头：普洛斯在华存量土地资源2870万方（1750在运营+1120在发展）。目前，中国高标准仓供需缺口巨大，但物流土地的供应指标处于缩量过程，不太可能会出现像几年前商业地产一样的供应放量。近年第三方物流、传统开发商及物流地产商纷纷加入抢占市场，物流资产行业明显进入加快整合过程。2) 本次收购估值合理，机会难得：目前A股上市公司在一级市场上并购高标仓资产估值高达30-50倍，国际第三方评估机构对中国已运营物流地产NAV估值为4-5千元/方。我们认为本次收购14.7倍的估值合理，机会难得。未来与普洛斯合作有望让万科迅速冲击物流地产领域TOP1。

■投资建议：通过本次交易，我们更看好公司多元化业务发展战略的前景，包括“轨道+物业”、物流地产、长租公寓及物业服务等领域，看好公司未来10年在郁亮班子的带领下向“万亿”目标冲刺。我们预期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：龙头房企受市场波动影响较大，销售今年来未见触底，公司销售数据增速有下行的趋势。

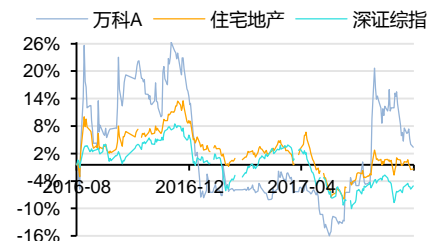
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**25.41元**
股价(2017-08-07) **22.71元**

交易数据

总市值(百万元)	250,699.14
流通市值(百万元)	220,492.93
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	18.47/27.72元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.7	20.25	19.69
绝对收益	-7.91	20.22	16.12

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：6月销售亮眼，龙头王者归来/陈天诚 2017-07-05
- 万科A：深铁晋升第一大股东，“轨道+物业”挖掘新价值/陈天诚 2017-06-14
- 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

摘要(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	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

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
	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
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	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