

2017年08月25日

姜以宁

C0062@capital.com.tw

目标价(元/港元)

RMB 24/HKD 24

万科(000002.SZ/02202.HK)

Hold 持有

公司上半年净利润增长超三成,符合预期,维持“持有”评级

结论与建议:

公司基本资讯

产业别	房地产		
A 股价(2017/8/24)	23.09		
深证成指(2017/8/24)	10552.96		
股价 12 个月高/低	29/18.32		
总发行股数(百万)	11039.15		
A 股数(百万)	9709.17		
A 市值(亿元)	2241.85		
主要股东	深圳市地铁集团有限公司 (25.63%)		
每股净值(元)	10.20		
股价/账面净值	2.26		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	0.4	10.6	-3.8

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2017-05-04	19.20	持有

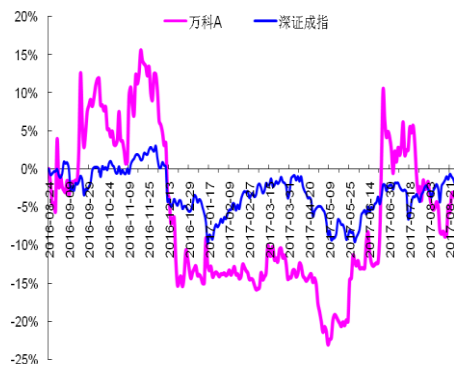
产品组合

房地产开发与经营业	98.6%
房地产管理业及其他	1.4%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	1.5%
一般法人	41.0%

股价相对大盘走势



■ **公司业绩:** 公司 2017H1 实现营业收入 698 亿元, YOY+6.7%, 录得净利润为 73 亿, YOY+36.5%, EPS 为 0.66 元, 公司业绩符合市场预期, 分季度来看, 公司 2017Q2 实现营业收入 512 亿元, YOY+15%, 实现净利润 66 亿元, YOY+46%。

■ **H1 业绩情况分析:** 公司 H1 营收增速衰退而净利润大幅增长主要是由于 (1) 报告期内结转规模有所下降, 但结转的高毛利项目占比有所提升, 地产项目结转毛利率同比提升 7.2 个百分点达 24.8%, 综合毛利率同比提升 6.34 个百分点达 32.65%。(2) 报告期内公司投资净收益 15 亿元, 同比增加 1.8 亿元, (3) 营改增税率计算口径变化, 营业金税率下降 1 个百分点。公司 H1 少数股东权益占比同比提升 2.8 个百分点至 27.4%, 三项费用率提高 1.56 个百分点至 7.77%。

■ **销售维持较高增速, 可结资源充足:** 公司 2017 上半年共实现销售面积 1868.4 万平方米, 销售金额 2771.8 亿元, YOY 分别+33%和+46%, 增速明显好于行业平均水平(全国房地产上半年销售面积和金额 YOY 分别为+16%和+21.5%), 销售金额市占率已达 4.69%, 较去年底大幅提升了 1.4 个百分点。报告期内公司新开工面积 1656 万平方, 已售未结转面积和金额分别为 2982.5 万方和 3838 亿元, YOY 分别为 30.8%和 37.9%, 充足的可供资源为年内业绩的稳定增长提供有利保障。

■ **上半年土地资源获取保持谨慎, 下半年或将提速:** 公司上半年共新增 79 个地产开发项目(其中物流地产项目 9 个), 总建筑面积 1560 万平方, 权益建筑面积 984 万平米, 支付权益土地款 538 亿元, 综合楼面地价 5468 元/平米, 项目区域仍主要集中于一二线核心城市, 整体来看公司上半年拿地节奏仍保持较为谨慎。公司 7 月成功完成一次大规模收购, 以成交价 551 亿元获取广州核心区域优质土地资源 16 宗(其中 98%位于荔湾区和越秀区), 可开发容积面积 211 万平方, 预计公司在下半年获取土地方面或将提速。

■ **盈利预测与投资建议:** 在 3-5 月多城集中出台的严厉地产调控政策和日益趋紧的信贷政策影响下, 下半年地产行业销售增速势必回落, 全年或将维持低速增长, 公司销售增速也将随之回落, 但全年仍将维持在预期中的稳定增长范围之内, 我们维持对公司原有的盈利预测, 预计公司 2017、2018 年净利润将达到 241 亿元和 265 亿元, YOY+14.8%和+9.8%, EPS2.2 元和 2.4 元, A 股按当前价格计算, 对应 PE 为 11 倍和 10 倍, PB1.7 倍; H 股对应 PE 为 9.2 倍和 8.4 倍 PB1.5 倍。目前 AH 股估值合理, 我们维持对 AH 股“持有”的投资建议。

..... 接续下页.....

年度截止 12 月 31 日		2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	15745	18119	21023	24124	26479
同比增减	%	4.1%	15.1%	16.0%	14.8%	9.8%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.43	1.64	1.90	2.19	2.40
同比增减	%	4.1%	15.1%	15.8%	14.8%	9.8%
A 股市盈率 (P/E)	X	14.4	12.5	10.8	8.8	8.0
H 股市盈率 (P/E)		12.9	11.2	9.7	7.7	7.0
股利 (DPS)	RMB 元	0.5	0.7	0.8	1.0	1.1
A 股息率 (Yield)	%	2.43%	3.50%	3.84%	5.01%	5.50%
H 股息率 (Yield)	%	15745	18119	21023	24124	26479

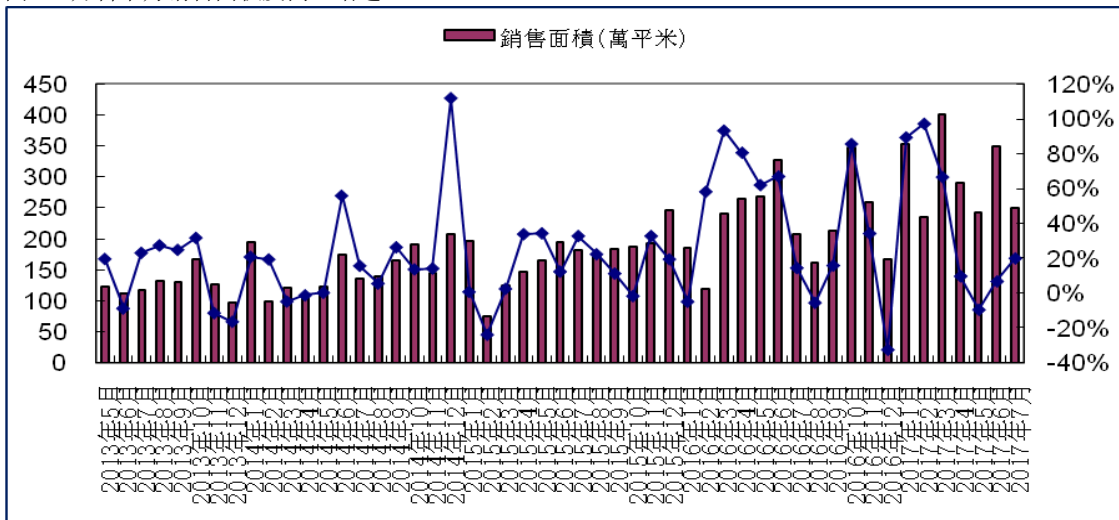
预期报酬 (Expected Return; ER) 为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

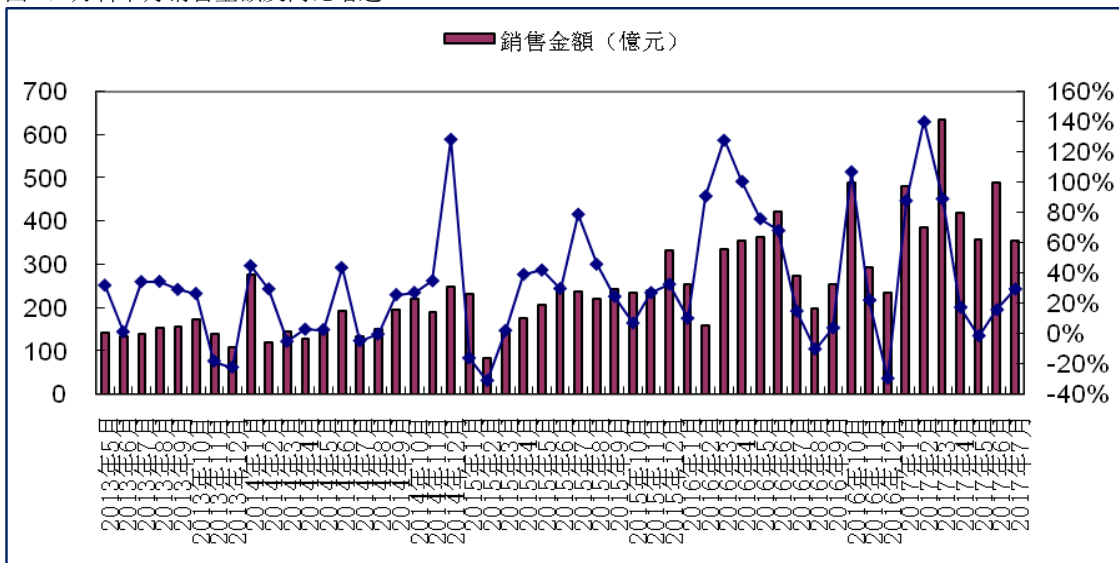
卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

图 1: 万科单月销售面积及同比增速



数据来源: 公司公告、群益整理

图 2: 万科单月销售金额及同比增速



数据来源: 公司公告、群益整理

附一：合并损益表

百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入	146388	195549	240477	292457	328345
经营成本	102557	138151	169742	210569	239035
营业税金及附加	13167	17980	21979	26906	30208
销售费用	4522	4138	5161	6288	6797
管理费用	3903	4745	6801	6931	7059
财务费用	641	478	1592	468	493
资产减值损失	790	496	1193	300	301
投资收益	4159	3562	5014	6714	8728
营业利润	24979	33123	39024	47709	53181
营业外收入	352	855	398	150	151
营业外支出	79	176	168	80	81
利润总额	25252	33803	39254	47779	53251
所得税	5965	7853	10903	11228	12514
少数股东损益	3542	7830	7328	12427	14258
归属于母公司所有者的净利润	15745	18119	21023	24124	26479

附二：合并资产负债表

百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
货币资金	62715	53180	87032	91384	95039
应收账款	1894	2511	2075	2283	2511
存货	317726	368122	467361	514097	565507
流动资产合计	464806	547024	721295	773053	873020
长期股权投资	19234	33503	61702	70957	81601
固定资产	2308	4917	6811	5000	5001
在建工程	1833	598	765	800	801
非流动资产合计	43603	64271	109379	106745	117173
资产总计	508409	611296	830674	879798	990193
流动负债合计	345654	420062	579998	625030	692833
非流动负债合计	46861	88999	87137	67155	69010
负债合计	392515	668998	667136	692185	761843
少数股东权益	27729	36126	48232	60659	74917
股东权益合计	88165	100184	113445	126954	153433
负债及股东权益合计	508409	805307	828812	879798	990193

附三：合并现金流量表

百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
经营活动产生的现金流量净额	41725	16046	39566	24264	5120
投资活动产生的现金流量净额	-3487	-20947	-43389	-9520	-4985
筹资活动产生的现金流量净额	-19617	-5104	31297	-2850	3520
现金及现金等价物净增加额	18649	-9906	27742	11894	3655

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。