

# 万科A (000002)

行业：房地产开发

## 销售显著增长，但受股权之争有所放缓

公告三季报，实现营收1170.5亿元(+47.1%)，归母净利润82.6亿元(+20.5%)，EPS0.75元(+21%)，ROE8.24%。

### 投资要点：

- 三季度销售放缓明显，营收重回同步增长。**前三季度实现营收1170.5亿元(+47.1%)，归母净利润82.6亿元(+20.5%)，其中16Q3实现营收422.6亿元(+44.1%)，归母净利润29.1亿元(+45%)。前三季度净利未与营收同步增长的主要原因为上半年低毛利率产品集中结算使营业成本更快速增长，占比一度达73.69%，较15年末上涨3个pc，16Q3净利增长基本与营收同步增长，至9月底营业成本占比回落至73.47%，另投资收益达22.46亿元(+51.65%)。三费率6.11%，同比下降0.5个pc，毛利率26.53%，较16H小幅回升。16年前三季度累计销售面积1992万方(+38.1%)，累计销售额2629.0亿元(+43.7%)，均价1.32万元，其中Q3实现销售面积583.2万方(+8.4%)，销售额728.2亿元(+2.5%)，均价1.25万元，受股权事件影响销售增速明显放缓。前三季度大陆各区域销售占比广深区域21.8%、上海区域28.9%、北京区域24.3%、中西部区域25%。9月实现销售面积213.4万平方米，销售金额253.8亿元，**预计16年Q4月度销售额200-250亿元，全年销售额3200亿元(+22.4%)至3300亿元(+26.2%)。**
- 加速开发，竣工进度有望超计划。**前三季度累计新开工2441.4万方(+74.6%)，达到全年计划新开工的111%，累计竣工面积1123.8万方(+44.6%)，达全年计划竣工的54.4%，考虑年末迎来竣工高峰，竣工面积有望达到年初计划。
- 坚持审慎拿地，已售未结资源持续增长。**前三季度累计新获项目99个，权益建面1149.7万方，土地成本5043元/方，支付交易价款合计689亿元，仅占前三季度销售金额的26.2%，拿地审慎。其中16Q3新增项目29个，权益建面350.2万方，地价5049元/方，是同期销售均价1.32万元/方的38%，价格合理。截至9月底权益建面合计3331.1万方，满足未来两年以上的开发水平。前三季度累计结算面积993万方(+50%)，结算额1119.1亿元(+45.8%)，均价1.13万元，其中16Q3结算面积338.4万方(+64.1%)，结算额394.3亿元(+39.1%)，均价1.17万元，截止9月底已售未结面积2506万方，金额3063.7亿元，较15年末分别+36.1%、+42.5%，确保17年结算量。
- 多项措施稳定团队，凝聚士气。**为应对股权事件对员工士气和团队稳定性不利影响，上半年以“稳定队伍”为工作重点，强化价值观宣导、弘扬“不让奋斗者吃亏”的企业文化、走访一线加强员工沟通与组织员工活动多种措施稳定局面，控制风险。
- 财务状况持续良好，现金充足。**截至9月底，在手现金751.9亿元，远高于超短债309.4亿元。资产负债率81%，同比增加2.3个pc，扣除预收账款后的资产负债率67%，同比增长3.4个pc，净资产率8.94%。受股权事件影响，标普、穆迪虽维持信用评级，但均将信用评级展望调为负面。
- 转型城市配套服务商，业务发展可持续。**在进行项目拓展的同时注重深耕挖潜，力求盘活存量：1) 物管业务推出“新福社区检测模型”和“睿服务3.0”，进一步实现“互联网+物业”；2) 物流业务坚持“聚焦大客户、聚焦重点城市、主打高标库产品”的核心战略；3) 商业地产业务通过合作收购印力集团快速获取优质团队，提升管理运营水平；4) 养老业务积极布局，现已在北京、上海、广州等核心城市开业运营了12个养老项目和42个日间照料中心，品牌优质，反响良好；5) 旅游业务集中打造滑雪运动规模化运营管理，实现万科松花湖和桥山北大壶两大滑雪度假区的统一管理，对北京石京龙滑雪场进行升级改造以及运营管理。
- 携手国开行，借城镇化获北京稀缺资源。**10月26日，国开行名下中国新城镇公告与万科合作开发北京军庄镇项目，协议支付总额为2.09亿元，万科支付约1.046亿元，另双方需向孟悟村合作社支付金额为人民币285.1万元/年。军庄镇离中关村7公里，

### 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：

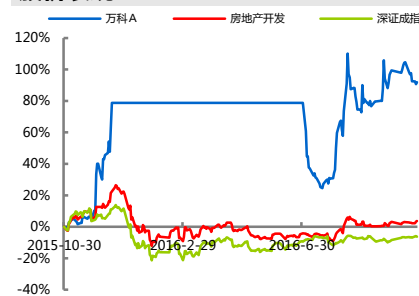
当前股价：24.77

评级调整：

### 基本资料

总股本(百万股)	11,039
流通股本(百万股)	9,708
总市值(亿元)	2,734
流通市值(亿元)	2,405
成交量(百万股)	43.65
成交额(百万元)	1,082.76

### 股价表现



### 相关报告

《万科A - 业绩稳健提升，转型顺利推进》

2016-08-23

《万科A - 在经济圈发展模式升级，定增预案有望被认同》2016-06-18

《万科A - 15 靓丽收官，引领万亿“房地产+服务”新征程》2016-03-15

为北京城区稀缺大型土地资源，也是北京市重点发展的小城镇。项目分东区和西区两片区，占地面积414万方：东区占地270万方，规划计容建面111万方，合资公司获独家开发权和运营权，计划成为集休闲度假、生态医养、亲子教育及创意产业于一体的综合生态旅游产业园区；西区占地144万方，合资公司有机会参与未来的棚户区改造、一级土地开发及后续的建设开发。国开行作为中国最大的政策性银行，多年来大力支持国家的城镇化进程，携手国开行借力城镇化进程低成本获取北京地区稀缺资源，未来发展空间广阔，且背靠国开行，项目有望获得低成本融资支持。

- ✧ **股权事件对公司的影响仍在持续，市场分化和热点城市调控给业务发展带来机遇而非挑战，未来将持续受益于行业优胜劣汰带来的更多商机，外加“八爪鱼”轻资产城市运营商战略发展提升公司发展空间以及与国开行合作形成的全新开发模式项目拓展稳健可持续。维持15-17年EPS1.96、2.29、2.54元，三年复合增长16%的预测，公司房开业务最新RNAV21.13。考虑股权之争可能给公司优势发挥和战略实施带来不确定性，暂不给予投资评级和目标价。**

**风险提示：**股权之争影响一系列经营战略实施；调控政策下销售不达预期。

### 主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	195549	245321	296206	344234
收入同比(%)	34%	25%	21%	16%
归属母公司净利润	18119	21611	25345	28030
净利润同比(%)	15%	19%	17%	11%
毛利率(%)	29.4%	29.4%	29.0%	28.9%
ROE(%)	18.1%	17.7%	18.3%	17.9%
每股收益(元)	1.64	1.96	2.29	2.54
P/E	14.90	12.49	10.65	9.63
P/B	2.69	2.21	1.95	1.72
EV/EBITDA	8	7	6	5

资料来源：中国中投证券研究总部

附：公司 15 年主要财务指标

图 1：经营情况

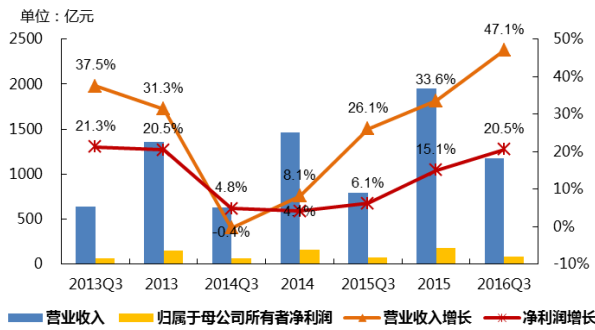


图 2：EPS 和 ROE

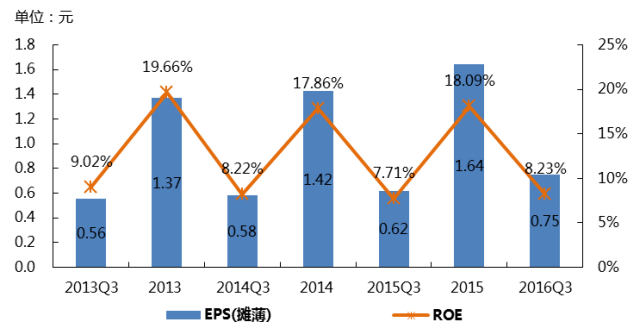


图 3：综合毛利率和净利率

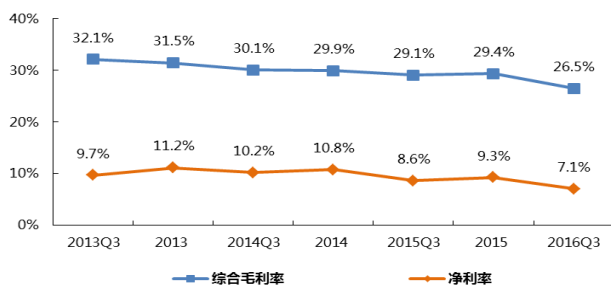


图 4：三费水平

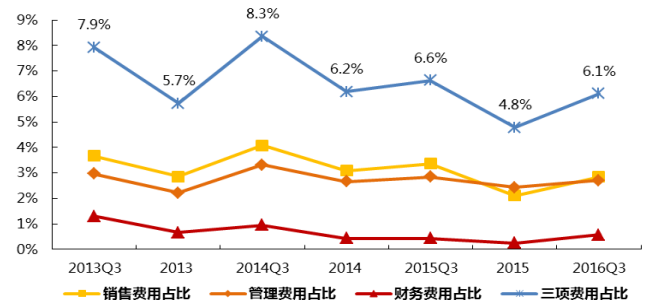


图 5：货币资金和短期负债

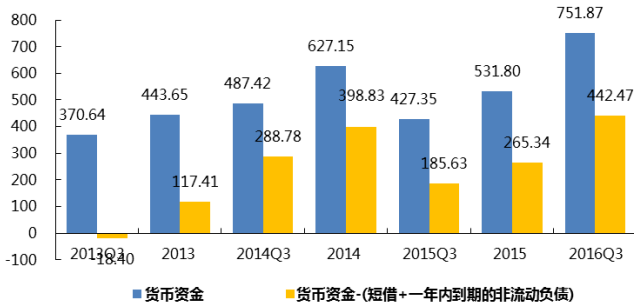


图 6：负债水平

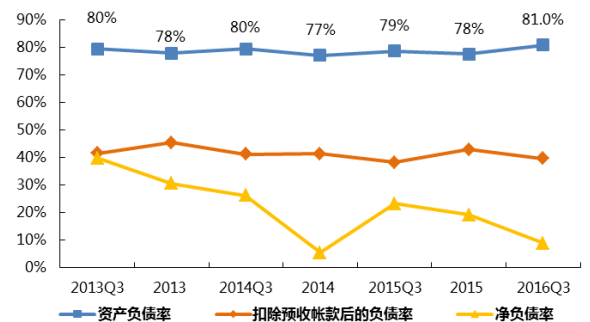


图 7：累计销售面积各年同期比较

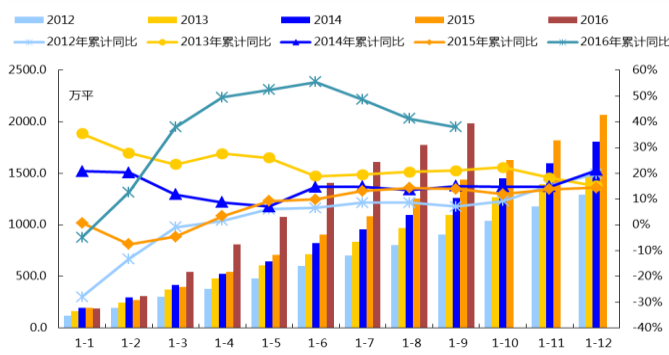
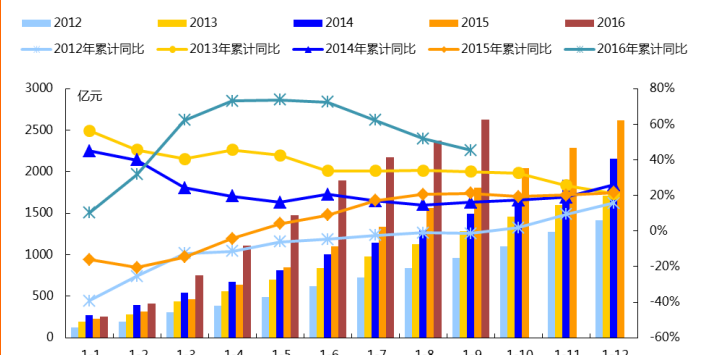


图 8：累计销售金额各年同期比较



数据来源：公司公告，中国中投证券研究总部

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	547024	678954	832482	976381
现金	53180	61330	77013	89501
应收账款	2511	3124	3772	6744
其它应收款	75486	73184	97200	119807
预付账款	39647	49064	59241	68847
存货	368122	484295	587246	683468
其他	8079	7957	8009	8015
<b>非流动资产</b>	64271	63488	62887	62274
长期投资	33503	33503	33503	33503
固定资产	4917	4752	4417	3996
无形资产	1045	1045	1045	1045
其他	24805	24188	23921	23730
<b>资产总计</b>	611296	742442	895368	103865
<b>流动负债</b>	420062	521002	646247	758435
短期借款	1900	4530	32123	41362
应付账款	91446	114722	138517	160978
其他	326715	401750	475607	556096
<b>非流动负债</b>	54924	52924	50924	48924
长期借款	33829	31829	29829	27829
其他	21096	21096	21096	21096
<b>负债合计</b>	474986	573926	697171	807359
少数股东权益	36126	46562	59543	74749
股本	11052	11052	11052	11052
资本公积	8175	8175	8175	8175
留存收益	80667	102728	119429	137320
归属母公司股东权益	100184	121954	138655	156547
<b>负债和股东权益</b>	611296	742442	895368	103865

**现金流量表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	16046	3941	-5609	11639
净利润	25949	32047	38325	43237
折旧摊销	716	690	711	721
财务费用	478	119	-1008	-411
投资损失	-3562	-3562	-3562	-3562
营运资金变动	-6440	-25591	-40435	-28733
其它	-1095	238	360	387
<b>投资活动现金流</b>	-20947	3538	3336	3336
资本支出	2063	0	0	0
长期投资	-10995	0	0	0
其他	-29879	3538	3336	3336
<b>筹资活动现金流</b>	-5104	671	17956	-2488
短期借款	-483	2630	27592	9239
长期借款	-708	-2000	-2000	-2000
普通股增加	14	0	0	0
资本公积增加	-319	0	0	0
其他	-3608	41	-7636	-9727
<b>现金净增加额</b>	-9906	8150	15683	12487

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	195549	245321	296206	344234
营业成本	138151	173317	210160	244596
营业税金及附加	17980	22557	27236	31652
营业费用	4138	5192	6268	7285
管理费用	4745	5953	7188	8353
财务费用	478	119	-1008	-411
资产减值损失	496	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	3562	3562	3562	3562
<b>营业利润</b>	33123	41745	49924	56321
营业外收入	855	0	0	0
营业外支出	176	0	0	0
<b>利润总额</b>	33803	41745	49924	56321
所得税	7853	9698	11598	13085
<b>净利润</b>	25949	32047	38325	43237
少数股东损益	7830	10436	12980	15207
<b>归属母公司净利润</b>	18119	21611	25345	28030
EBITDA	34316	42555	49626	56632
EPS (元)	1.64	1.96	2.29	2.54

**主要财务比率**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>				
营业收入	33.6%	25.5%	20.7%	16.2%
营业利润	32.6%	26.0%	19.6%	12.8%
归属于母公司净利润	15.1%	19.3%	17.3%	10.6%
<b>获利能力</b>				
毛利率	29.4%	29.4%	29.0%	28.9%
净利率	9.3%	8.8%	8.6%	8.1%
ROE	18.1%	17.7%	18.3%	17.9%
ROIC	23.8%	24.2%	21.8%	21.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	77.7%	77.3%	77.9%	77.7%
净负债比率	12.73%	10.65%	12.44%	11.64%
流动比率	1.30	1.30	1.29	1.29
速动比率	0.42	0.37	0.38	0.38
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.35	0.36	0.36	0.36
应收账款周转率	87	85	84	64
应付账款周转率	1.74	1.68	1.66	1.63
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	1.64	1.96	2.29	2.54
每股经营现金流(最新摊薄)	1.45	0.36	-0.51	1.05
每股净资产(最新摊薄)	9.07	11.03	12.55	14.17
<b>估值比率</b>				
P/E	14.90	12.49	10.65	9.63
P/B	2.69	2.21	1.95	1.72
EV/EBITDA	8	7	6	5

## 相关报告

报告日期	报告标题
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》
2015-02-06	《合伙人增持改革谋变，全球配置当然选择》
2014-11-06	《万科 A -计划完成率居前 3 甲，估值空间提升大》
2014-11-04	《万科 A -计划完成率居前 3 甲，估值空间提升大》
2014-10-09	《万科 A -银十销售理想，超宽松政策背景下业绩将更突出》
2014-08-18	《万科 A -持续降杠杆、项目权益比率及库存为增长保驾护航》
2014-08-05	《万科 A -战略调整最快最彻底的龙头公司》
2014-05-28	《“事业合伙人” 增持公司，在行业萧瑟中绽放缕缕阳光》
2014-05-05	《万科 A 单月销售略降，平稳增长可期》
2014-03-18	《万科 A000002- “小股操盘”、“合伙人制”、低成本融资下稳定增长》

## 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,中国中投证券研究总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、世联行、中航地产、荣盛发展、外高桥、陆家嘴、张江高科、上实发展、天健集团、城投控股、福星股份、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。

王修宝,中投证券房地产行业分析师,中国人民大学经济学硕士。

郭泰,中投证券房地产行业分析师,伦敦城市大学卡斯商学院理学硕士。

谢余胤,中投证券房地产行业分析师,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研究总部

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