

2016年10月28日

姜以宁
C0062@capital.com.tw
目标价(元/港元)

25/21

万科(000002.SZ/02202.HK)

Hold 持有

前三季度业绩平稳，3Q销售数据低于行业水平

结论与建议：

公司基本信息

产业别	房地产
A 股价(2016/10/27)	24.77
深证成指(2016/10/27)	10788.97
股价 12 个月高/低	27.57/13.56
总发行股数(百万)	11039.15
A 股数(百万)	9708.11
A 市值(亿元)	2404.70
主要股东	华润股份有限公司(15.24%)
每股净值(元)	9.10
股价/账面净值	2.72
股价涨跌(%)	一个月 三个月 一年
	-8.3 44.5 89.5

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2016-8-22	24.59	买入

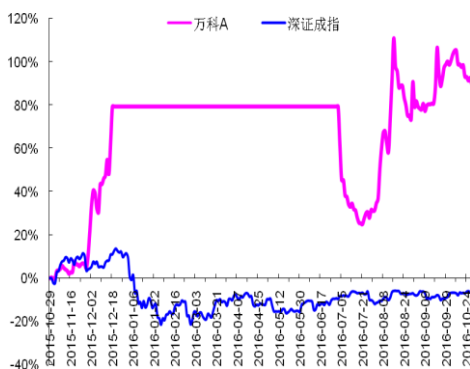
产品组合

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	7.1%
一般法人	17.6%

股价相对大盘走势



■ **公司业绩：**公司 2016 年 Q1-Q3 实现营业收入 1170.55 亿元，同比增长 47.06%；实现归属于上市公司股东净利润为 82.62 亿元，同比增长 20.54%；基本每股收益为 0.75 元。公司业绩符合预期。分季度来看，公司 2016Q3 实现营业收入 422.6 亿元，同比增长 44.09%，实现净利润 29.11 亿元，同比增长 44.96%。

■ **业绩分析：**公司 3Q 业绩好于 2Q 主要是由于 3Q 结算的高毛利率项目比例有所提高，带动综合毛利率环比 2Q 提高 2 个百分点，预计 4Q 毛利率将继续有所提高。

■ **销售情况：**2016 年前三季度房地产行业景气度持续高涨，商品房销量和价格均大幅提升，公司前三季度累计销售面积 1987 万平方米，销售金额 2625 亿元，同比分别增加 38%和 45.44%。分季度看，公司三季度销售面积 583.2 万平方米，销售金额 728.2 亿元，同比分别增加 8.4%和 2.5%，增速环比 2Q 大幅下降。三季度全国商品房销售面积 YOY+24.9%，30 大中城市销售面积 YOY+32.1%，与行业相比公司销售增速明显偏低，股权之争导致的负面影响已经越来越明显，公司半年报中也明确表示股权之争导致了公司“新的土地项目获取受阻、合作伙伴和客户信心受损、公司业务拓展受到影响、团队稳定性受到冲击”，同时由于土地价格上涨较快，公司拿地节奏放缓，推盘谨慎，致使 Q3 销售增速大幅下降。由于公司股权之争尚未结束，负面影响会持续多久还有待观察。同时受 10 月一、二线热点城市地方政府相继出台的限购政策影响，市场热情明显下降，4Q 销售压力将有所加大。

■ **可结算资源方面：**公司前三季度实现结算面积 993 万平方米，结算金额 1119 亿元，YOY 分别+50%和+45.8%；截止 9 月底，由于前三季度销售规模远高于结算规模，公司已售未结资源进一步扩大，未结金额达 3063.7 亿元，全年业绩可保稳定增长。

■ **盈利预测与投资建议：**我们预计公司 2016、2017 年净利润将达到 217.95 亿元和 253.43 亿元，YOY 增长 20.3%和 16.3%，EPS1.97 元和 2.30 元，A 股对应 PE 为 12.5 倍和 10.8 倍，PB2.4 倍；H 股对应 PE 为 8.7 倍和 7.5 倍，PB1.7 倍，目前 A 股估值偏高，同时报告期内，公司股权之争事件尚不明朗，我们给予 A 股“持有”、H 股“持有”的投资建议。

..... 接续下页.....

年度截止 12 月 31 日		2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	15119	15745	18119	21795	25343
同比增减	%	20.5%	4.1%	15.1%	20.3%	16.3%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.37	1.43	1.64	1.97	2.30
同比增减	%	20.2%	4.1%	15.1%	20.0%	16.3%
A 股市盈率 (P/E)	X	17.8	17.1	15.1	12.5	10.8
H 股市盈率 (P/E)		11.3	10.9	10.4	8.7	7.5
股利 (DPS)	RMB 元	0.41	0.5	0.7	0.9	1.0
A 股息率 (Yield)	%	1.68%	2.05%	2.91%	3.51%	4.08%
H 股息率 (Yield)	%	2.64%	3.22%	4.19%	5.06%	5.88%

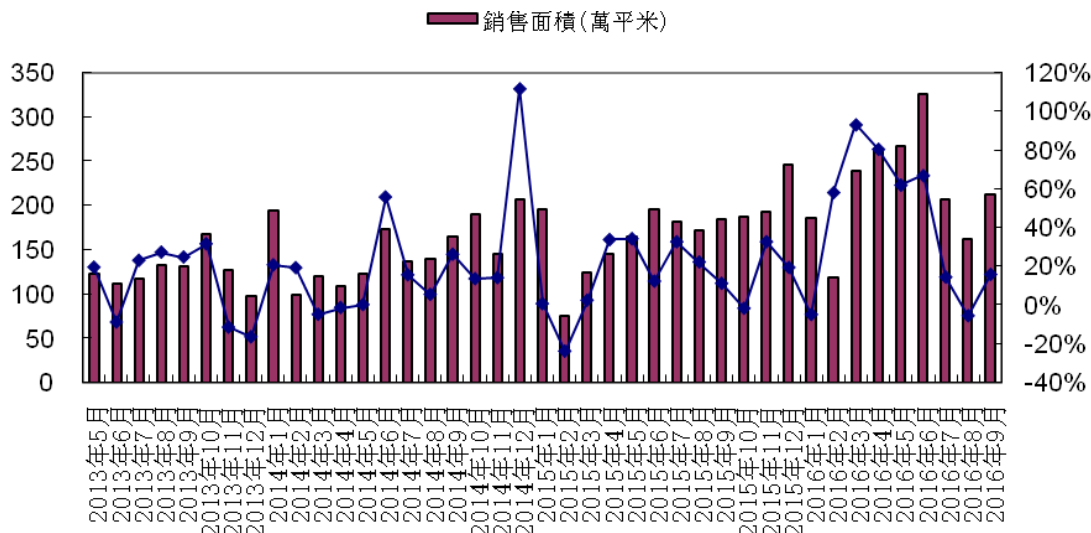
预期报酬 (Expected Return; ER) 为准, 说明如下:

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

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

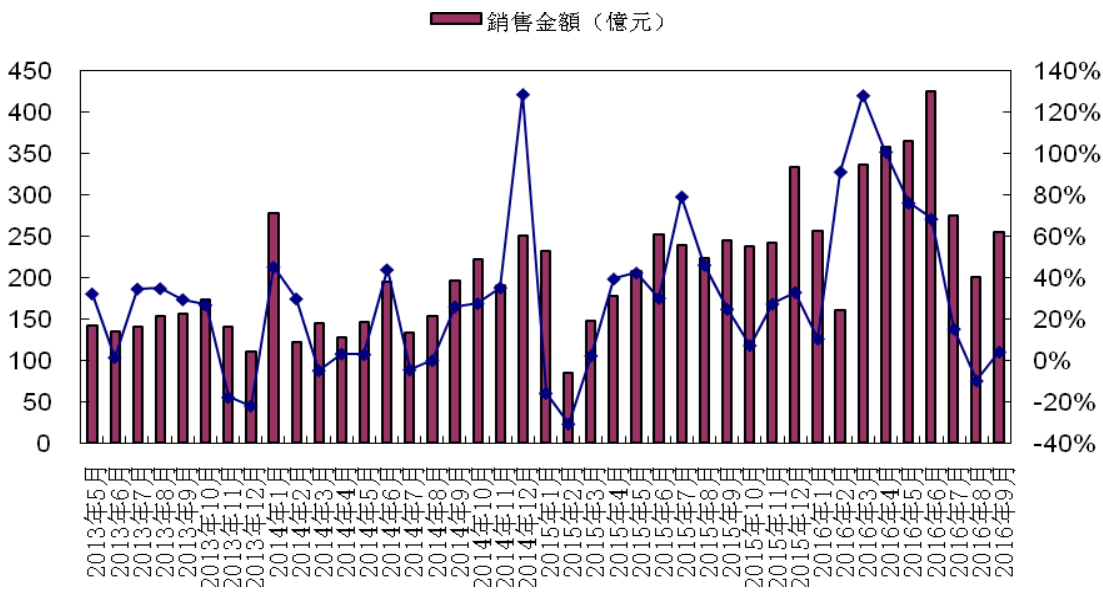
卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

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	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	135419	146388	195549	251110	307380
经营成本	92798	102557	138151	179293	221314
营业税金及附加	11545	13167	17980	23102	28279
销售费用	3865	4522	4138	5273	6301
管理费用	3003	3903	4745	6027	7285
财务费用	892	641	478	452	492
资产减值损失	60	790	496	300	300
投资收益	1005	4159	3562	5165	6714
营业利润	24261	24979	33123	41828	50124
营业外收入	119	352	855	150	150
营业外支出	89	79	176	80	80
利润总额	24291	25252	33803	41898	50194
所得税	5993	5965	7853	9846	11796
少数股东损益	3179	3542	7830	10257	13055
归属于母公司所有者的净利润	15119	15745	18119	21795	25343

附二：合并资产负债表

百万元	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
货币资金	44365	62715	53180	58498	60253
应收账款	3079	1894	2511	2762	3038
存货	331133	317726	368122	404934	445428
流动资产合计	442047	464806	547024	623340	704619
长期股权投资	10637	19234	33503	38529	44308
固定资产	2130	2308	4917	5000	5000
在建工程	914	1833	598	1485	800
非流动资产合计	37159	43603	64271	70627	76843
资产总计	479205	508409	611296	693967	781462
流动负债合计	328922	345654	420062	478478	536971
非流动负债合计	44844	46861	54924	56717	58472
负债合计	373766	392515	474986	535195	595443
少数股东权益	28543	27729	36126	46383	59438
股东权益合计	76896	88165	100184	112389	126581
负债及股东权益合计	479205	508409	611296	693967	781462

附三：合并现金流量表

百万元	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
经营活动产生的现金流量净额	1955	41725	16046	19271	12235
投资活动产生的现金流量净额	-5133	-3487	-20947	-8630	-7630
筹资活动产生的现金流量净额	-4748	-19617	-5104	-3890	-2850
现金及现金等价物净增加额	-7926	18649	-9906	6751	1755

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@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@。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。