

2017年04月06日

姜以宁

C0062@capital.com.tw

目标价(元/港元)

RMB 22/HKD 22

万科(000002.SZ/02202.HK)

Hold 持有

公司3月销售创单月历史新高,超出预期,维持“持有”评级

结论与建议:

公司公布3月销售情况,销售面积及金额同比保持高速增长,销售数据创单月历史新高,超出预期。公司目前A股股价对应PE为10.8倍,PB2.1倍;H股股价对应PE为9.7倍,PB1.6倍,目前估值相对于行业内其他龙头企业仍较高,维持AH股“持有”的投资建议。

公司基本资讯

产业别	房地产
A 股价(2017/4/5)	20.58
深证成指(2017/4/5)	10627.13
股价 12 个月高/低	29/16.07
总发行股数(百万)	11039.15
A 股数(百万)	9709.07
A 市值(亿元)	1998.13
主要股东	深圳市地铁集团有限公司 (15.31%)
每股净值(元)	10.28
股价/账面净值	2.00
股价涨跌(%)	一个月 三个月 一年
	1.8 -1.7 -12.2

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2017-03-27	21.49	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	1.4%
一般法人	34.8%

股价相对大盘走势



■ **公司销售情况:** 公司3月实现销售面积399.5万平方米,销售金额636.4亿元,分别YOY+66.6%和+89.4%,环比+69.4%和+65.3%,销售均价15930元/平米,MOM-2.46%,YOY+13.7%,公司3月销售情况远超预期。累计来看,公司1-3月共实现销售面积988.2万平米,销售金额1502.7亿元,分别同比增长81.1%和99.8%。公司1-3月房屋销售均价为15206元/平,YOY+10.3%。

■ **销售高增速,好于行业平均水平:** 公司3月销售面积和金额高速增长主要是由于(1)3月公司加快推盘节奏,认购面积达490万方,认购金额超过800亿元。(2)在政府调控政策出台前,核心城市周边的二三线城市成交依然活跃,公司去化率明显上升,3月新盘去化率接近70%。公司3月销售情况明显好于行业平均水平。

■ **调控政策加码,未来销售量价齐升的局面恐难延续:** 公司3月单月销售均价为15206元/平米,YOY+10.3%,主要由于当月销售结构发生一定变化,小户型比例有所下降,改善型需求占比升至60%,同时投资性需求提升至25%(处2007年以来高位),同时全款认购占比较去年提升4个百分点,达14%,明显体现出信贷政策的收紧。3月多地陆续出台限购限贷政策,彰显出国家抑制房地产投资型需求的决心强烈。我们预计未来调控政策的趋严对投资型和改善型需求的抑制作用效果将会越来越明显,公司在核心城市的销售占比将会有所下降,带动整体销售均价走低,同时由于公司1Q推盘量的显著加大,后续推盘节奏将放缓,下半年的推盘比例或将低于上半年。

■ **3月土地资源获取谨慎,储备量下降:** 公司3月共新增8个项目,建筑面积165万平方,权益建筑面积111.3万平米,支付权益土地款75.2亿元,综合楼面地价6755元/平米,其中3个为公开获取,5个为合作开发,平均权益67%,项目区域仍主要集中于一二线核心城市,公司月拿地金额占销售金额比重仅为11.8%,拿地较为谨慎。

■ **盈利预测与投资建议:** 公司1Q销售情况远超预期,已近全年销售目标的四成,受限购限贷政策日益收紧和公司库存比例持续下降的影响,我们预计公司未来三个季度销售数据将会出现明显回落,全年销售目标暂不做调整。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股按当价格计算,对应PE为9.4倍和8.6倍,PB1.9倍;H股对应PE为8.4倍和7.7倍PB1.6倍。目前A股估值相对于行业内其他龙头企业仍较高,且股权之争虽告一段落,但保险资金或将择机选择退出,我们维持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	9.4	8.6
H 股市盈率 (P/E)		12.9	11.2	9.7	8.4	7.7
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%	4.67%	5.13%
H 股息率 (Yield)	%	15745	18119	21023	24124	26479

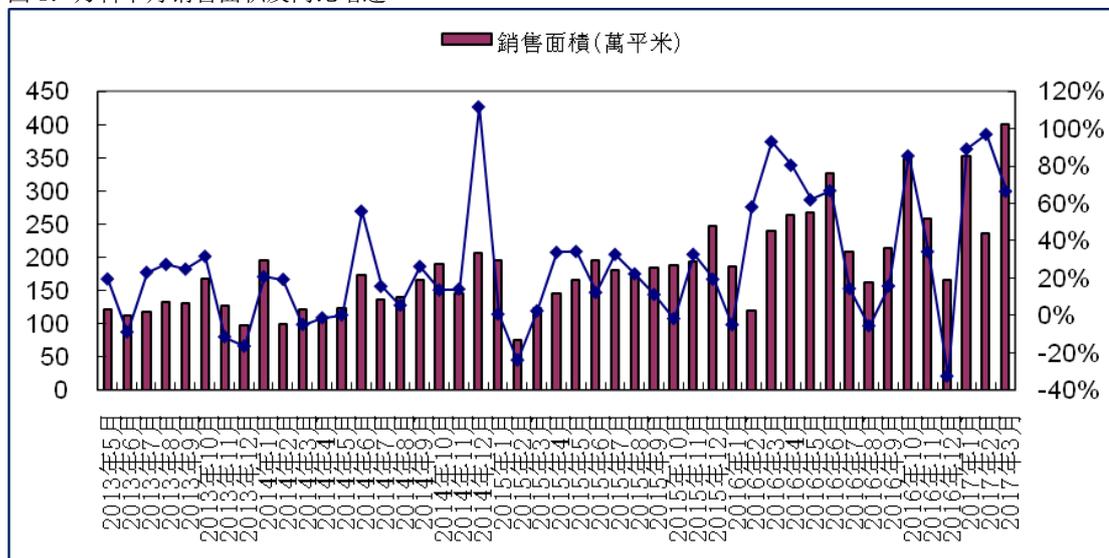
预期报酬 (Expected Return; ER) 为准, 说明如下:

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

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

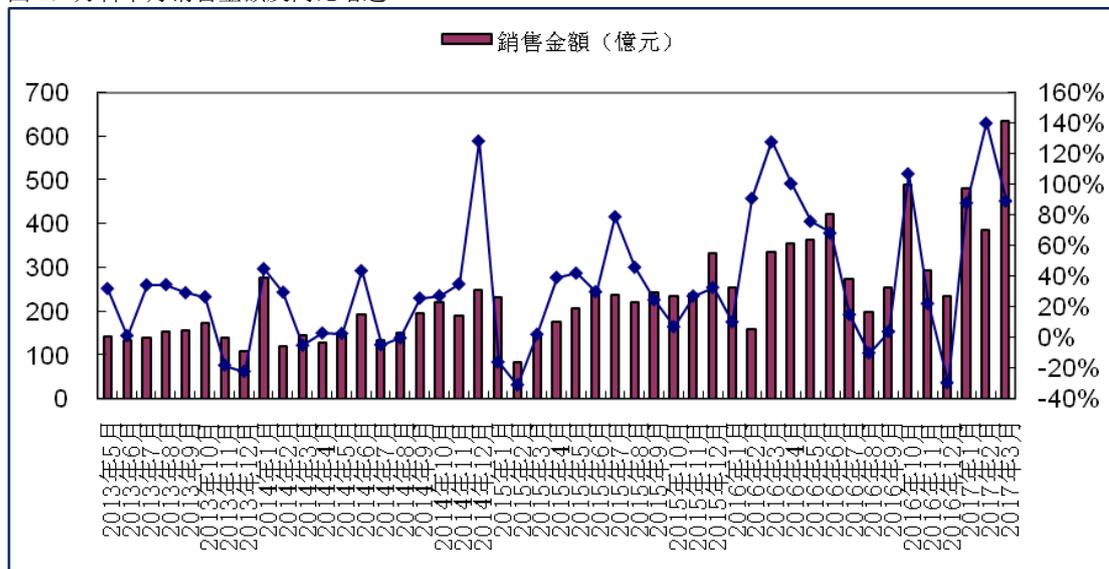
卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

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,不在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。