

万科A (000002)

行业：房地产开发

盈利大增，拓展业务目标龙头

发布半年报，公司2017年上半年实现营收698.1亿元(-6.7%)，归母净利润73.0亿元(+36.5%)，EPS0.66元(+36.5%)。

投资要点：

✧ **结转下降致营收回落，毛利率提升盈利能力大增。**2017年上半年实现营收698.1亿元(-6.7%)，归母净利润73.0亿元(+36.5%)。营收同比回落主要系上半年结转规模下降所致。归母净利润增速远高于营收主要系地产开发业务结转毛利率增加所致，另投资净收益及营业外净收入增加、税金下降助归母净利润提升：毛利率32.7%(+6.3个pc)、投资收益15.2亿元(+13.2%)、营业外净收入1.65亿元(+118%)、税金及附加51.6亿元(-17.9%)、净利率10.5%(+3.3个pc)，另三费占比7.8%(+1.6个pc)。

✧ **在手资金充足，负债率保持低位。**17年上半年先后发行30亿元、10亿元公司债，票面利率4.50%、4.54%，3月、6月穆迪标普上调公司评级展望至“稳定”。截至6月底在手现金1075.6亿元(16年末870.3亿元)，远高于短债501.4亿元，有息负债1391.6亿元，融资成本约5.27%，资产负债率82.7%(+2.1个pc)，扣除预收账款后的资产负债率44.1%(+2.6个pc)，净负债率19.6%(+5.4个pc)，仍保持在行业低位，经营持续稳健。

✧ **销售市占率跳增，积极开工达年初计划的56.6%。**17年上半年超预期实现销售2771.8亿元(+45.8%)、1868.5万方(+32.6%)，均价1.48万元/方(16年1.32万元/方)，市占率跳增至5.6%(16年3.1%)，全年销售额大概率超计划4200亿(+15%)，有望达5000亿元(+37%)。新开工1656.0万方，占年初计划2923.6万方的56.6%，竣工636.5万方(-9.4%)，全年竣工规模预计与年初计划持平。

✧ **多元化拿地加速，储备、待结转资源保证高盈利。**17年上半年新获项目79个，计容建面1559.8万方、权益口径983.8万方，新获项目64.7%通过合作方式获取，77.5%位于一二线城市，拿地合作比例继续升高。上半年拿地价款537.9亿元，仅占销售额的19.4%；楼面地价5467.8元/方，是同期销售均价14834元/方的36.9%，拿地保持审慎。6月底至8月25日新获项目17个，计容建面744.9万方、权益口径579.3万方，加速补充土地储备。截至6月底储备面积约5200万方，权益面积约3450万方，货值以17年上半年销售均价计约5100亿元，考虑在建项目、规划项目权益建面4256.9、3461.1万方，以及参与更新项目权益建面294.1万方，满足未来3年开发需求。上半年累计结算655.2亿元(-9.6%)、583.6万方(-10.8%)，结算均价1.12万元/方；已售未结3838.0亿元(+37.9%)、2982.5万方(+30.8%)，待结算均价1.29万元/方，预收款3579.3亿元(16年2746.5亿元)，高均价待结转资源保证全年高盈利业绩。

✧ **城市配套业务稳步拓展，物业、商业持续领航，物流、租赁目标龙头。**物业服务超预期高增长，上半年营收30.0亿元(+69.9%)，毛利率22.1%(-2.7个pc)，地铁集团成为基石股东，“轨道+物业”模式有望成为标杆，同时加速公司储备和发展；商业地产以印力集团为唯一投资、开发、运营平台，截至6月底持有及管理的商业物业面积超过850万方；物流地产实现跨越式发展，17年截至

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：34.7

当前股价：23.24

评级调整：维持

基本资料

总股本(百万股)	11,039
流通股本(百万股)	9,709
总市值(亿元)	2,565
流通市值(亿元)	2,256
成交量(百万股)	33.72
成交额(百万元)	789.29

股价表现



相关报告

《万科A-股权事件圆满解决，“轨道+物业”开启新时代》2017-07-02

《万科A-加速推盘销售倍增》

2017-04-28

《万科A-销售超预期，静待股权事件圆满解决》2017-03-28

8月25日新获项目14个，合计计容建面108万方，累计获取项目32个，计容建面256万方，另签约35个，计容建面250万方，另参与行业龙头普洛斯GLP私有化进程，普洛斯在管面积高达2870万方；响应政府调控积极布局长租公寓，截至6月底已计入21个一二线城市，累计获房超7万间、开业超2万间；探索冰雪度假、养老、教育、产业办公等，已运营的三大滑雪场客流同比+50%，合作成立悦榕中国平台集中管理悦榕集团旗下国内酒店。

◇ **股权事件圆满解决，董事会顺利换届，万科深铁强强合作、优势互补，“轨道+物业”新模型打开估值空间。公司连庄世界500强位列307位，销售市占率加速提升，行业龙头赢家通吃优势突出，充分受益“粤港澳大湾区”城市群红利。RNAV22.31元/股，17-19年EPS2.31、2.86、3.53元，对应PE11/9/7倍。综合内房股龙头恒大17XPE、碧桂园10XPE，给予公司15XPE，对应6-12月目标价34.7元，“推荐”评级。**

◇ **风险提示：**调控持续致销售低于预期；新进入股东干预经营，新管理层及团队执行力降低等。

主要财务指标

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	240477	291335	353706	429836
收入同比(%)	23%	21%	21%	22%
归属母公司净利润	21023	25483	31544	38975
净利润同比(%)	16%	21%	24%	24%
毛利率(%)	29.4%	29.4%	29.8%	30.2%
ROE(%)	18.5%	18.3%	19.7%	20.9%
每股收益(元)	1.90	2.31	2.86	3.53
P/E	13.11	10.82	8.74	7.07
P/B	2.43	1.98	1.72	1.48
EV/EBITDA	7	5	4	4

资料来源：中国中投证券财富研究部

附：主要指标

图 1：经营情况

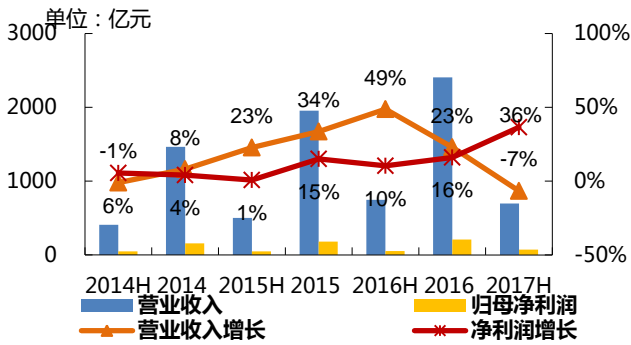


图 2：EPS 和 ROE

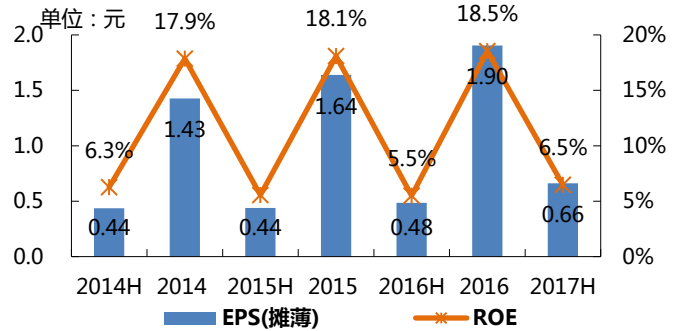


图 3：综合毛利率和净利率

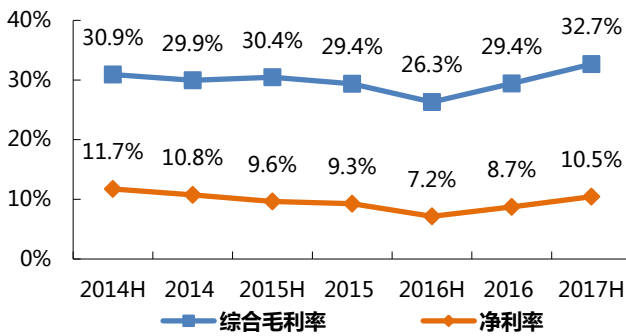


图 4：三费水平

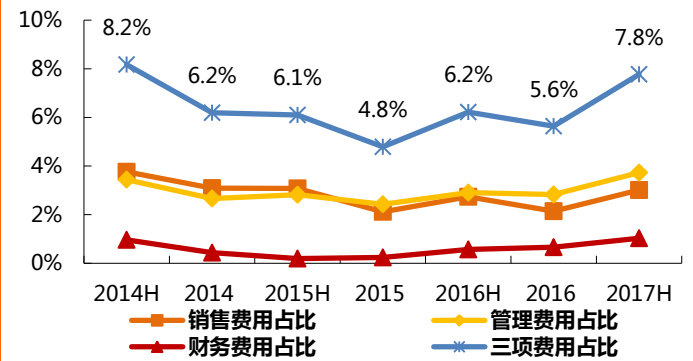


图 5：货币资金和短期负债

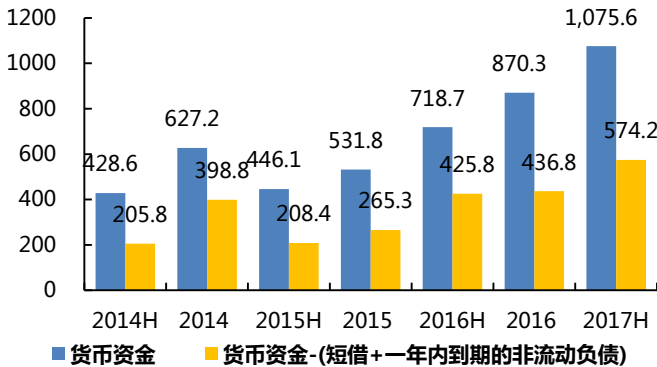


图 6：负债水平

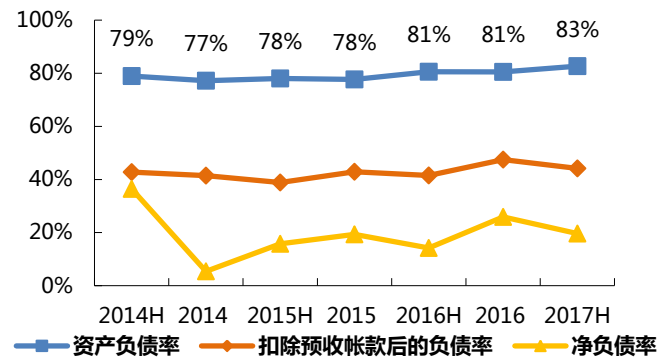


图 7：各业务营收占比

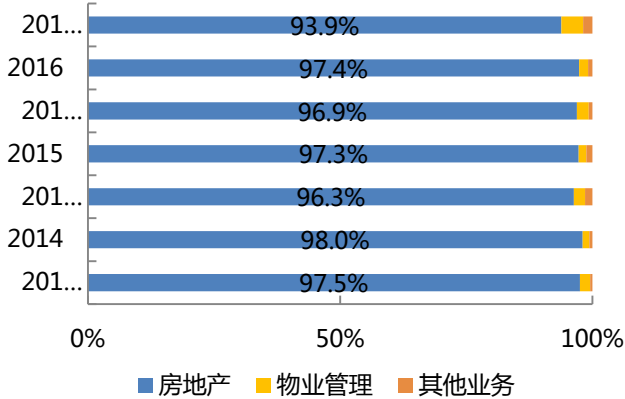


图 8：各业务毛利率

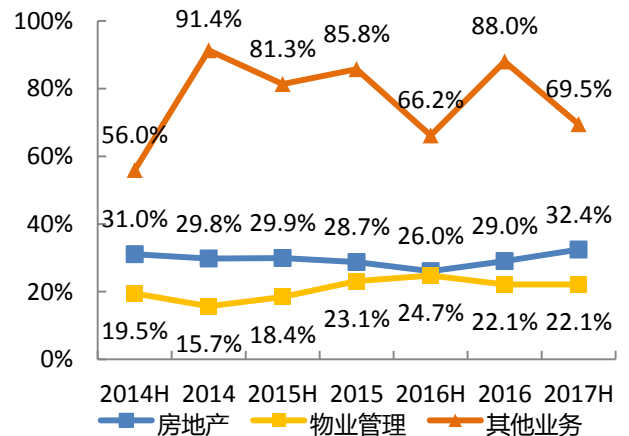


图 9：货币资金和短期负债

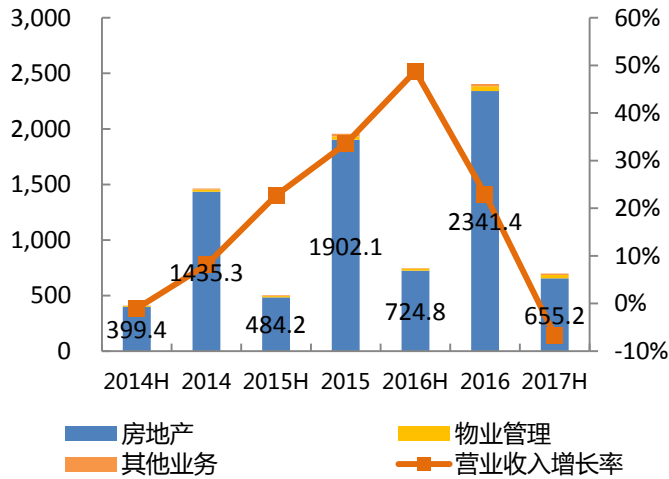


图 10：负债水平

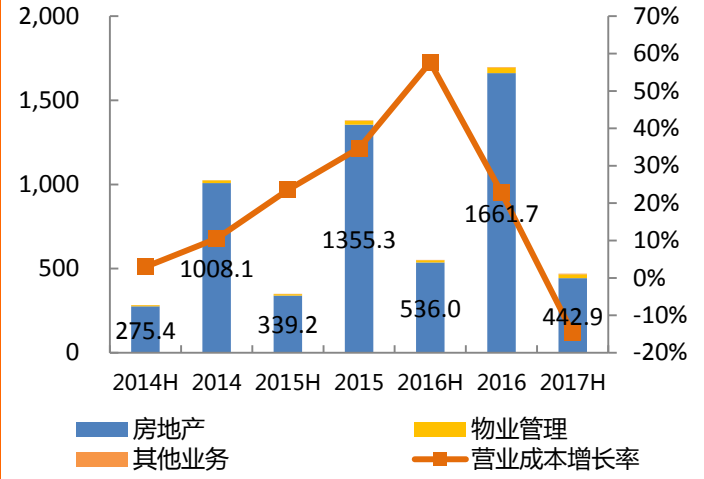


图 11：历年累计销售面积

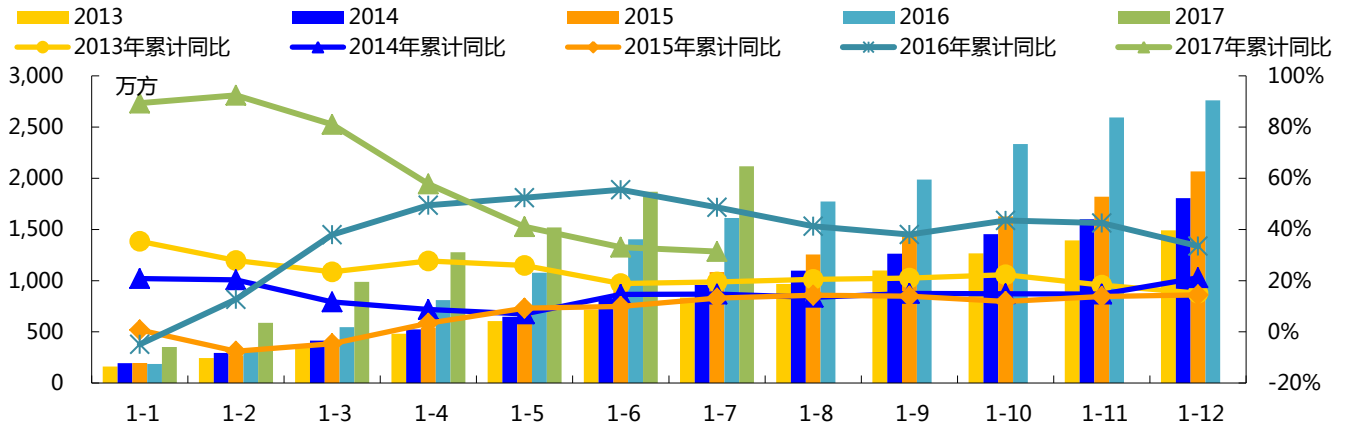
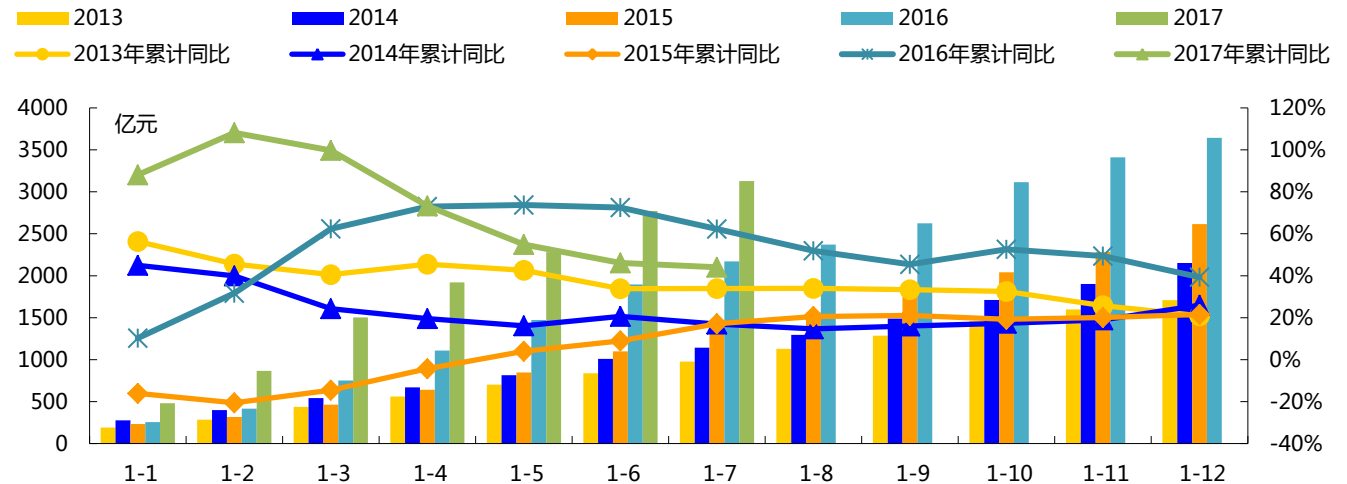


图 12：历年累计销售金额



数据来源：公司公告，中国中投证券财富研究部

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	721295	902051	113039	135633
现金	87032	160841	248744	321263
应收账款	2075	3693	4484	5449
其它应收款	105435	116533	141482	171934
预付账款	50263	58267	70741	85967
存货	467361	554045	656079	762838
其他	9129	8671	8864	8888
非流动资产	109379	108550	107895	107225
长期投资	61702	61702	61702	61702
固定资产	6811	6495	5958	5312
无形资产	1260	1260	1260	1260
其他	39606	39093	38974	38950
资产总计	830674	101060	123828	146356
流动负债	579998	728560	926901	111523
短期借款	16577	0	0	0
应付账款	138048	145667	176853	214918
其他	425374	582893	750049	900316
非流动负债	88999	85999	82999	79999
长期借款	56406	53406	50406	47406
其他	32593	32593	32593	32593
负债合计	668998	814559	100990	119523
少数股东权益	48232	57114	68109	81694
股本	11039	11039	11039	11039
资本公积	8268	8268	8268	8268
留存收益	93741	119620	140971	167328
归属母公司股东权益	113445	138927	160279	186636
负债和股东权益	830674	101060	123828	146356

现金流量表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	39566	90684	98346	85171
净利润	28350	34365	42539	52560
折旧摊销	1149	1139	1168	1182
财务费用	1592	2073	1824	1608
投资损失	-5014	-5014	-5014	-5014
营运资金变动	14287	57824	57509	34496
其它	-798	296	320	339
投资活动现金流	-43389	4775	4573	4573
资本支出	2147	0	0	0
长期投资	-31278	0	0	0
其他	-72520	4775	4573	4573
筹资活动现金流	31297	-21650	-15017	-17226
短期借款	14677	-16577	0	0
长期借款	22577	-3000	-3000	-3000
普通股增加	-12	0	0	0
资本公积增加	93	0	0	0
其他	-6038	-2073	-12017	-14226
现金净增加额	27742	73809	87903	72519

资料来源：中国中投证券财富研究部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	240477	291335	353706	429836
营业成本	169742	205806	248305	300032
营业税金及附加	21979	26627	32327	39286
营业费用	5161	6252	7591	9224
管理费用	6801	8239	10003	12156
财务费用	1592	2073	1824	1608
资产减值损失	1193	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	5014	5014	5014	5014
营业利润	39024	47352	58670	72544
营业外收入	398	398	398	398
营业外支出	168	168	168	168
利润总额	39254	47582	58900	72774
所得税	10903	13217	16360	20214
净利润	28350	34365	42539	52560
少数股东损益	7328	8882	10995	13585
归属母公司净利润	21023	25483	31544	38975
EBITDA	41764	50564	61661	75335
EPS (元)	1.90	2.31	2.86	3.53

主要财务比率

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	23.0%	21.1%	21.4%	21.5%
营业利润	17.8%	21.3%	23.9%	23.6%
归属于母公司净利润	16.0%	21.2%	23.8%	23.6%
获利能力				
毛利率	29.4%	29.4%	29.8%	30.2%
净利率	8.7%	8.7%	8.9%	9.1%
ROE	18.5%	18.3%	19.7%	20.9%
ROIC	27.0%	71.6%	-508.0	-121.4
偿债能力				
资产负债率	80.5%	80.6%	81.6%	81.7%
净负债比率	14.91%	9.84%	7.64%	6.21%
流动比率	1.24	1.24	1.22	1.22
速动比率	0.44	0.48	0.51	0.53
营运能力				
总资产周转率	0.33	0.32	0.31	0.32
应收账款周转率	103	99	84	84
应付账款周转率	1.48	1.45	1.54	1.53
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.90	2.31	2.86	3.53
每股经营现金流(最新摊薄)	3.58	8.21	8.91	7.72
每股净资产(最新摊薄)	10.28	12.58	14.52	16.91
估值比率				
P/E	13.11	10.82	8.74	7.07
P/B	2.43	1.98	1.72	1.48
EV/EBITDA	7	5	4	4

相关报告

报告日期	报告标题
2017-07-02	《万科A-股权事件圆满解决，“轨道+物业”开启新时代》
2017-04-28	《万科A-加速推盘销售倍增》
2017-03-28	《万科A-销售超预期，静待股权事件圆满解决》
2016-10-28	《万科A-销售显著增长，但受股权之争有所放缓》
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》

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,中国中投证券财富研究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、嘉宝集团、世联行、上实发展、天健集团、陆家嘴、城投控股、福星股份、中航地产、新城控股、金科股份、荣盛发展、外高桥、张江高科、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。

谢余胤,中投证券财富研究部房地产行业分析师,香港科技大学商学院经济学硕士。

免责声明

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财富研究部

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