



# 万科 2017 年三季度报点评： 销售增幅扩大，投资力度加 强

万科 A(000002.CH/人民币 27.53, 买入)发布三季报：2017 年 1-9 月实现营业收入 1,171 亿元，同比增长 0.04%；实现归属于上市公司股东的净利润 110.9 亿元，同比增长 34.2%。公司三季报业绩增长延续 2 季度的强势表现，主要由于公司结算毛利率水平回升 5.4 个百分点，符合我们中报业绩点评的判断；3 季度公司销售增幅继续扩大，1-9 月实现销售额 3,961 亿元，同比增长 51%，较 1-6 月扩大 5 个百分点；另一方面，公司 3 季度投资力度明显加大，新增项目面积大幅高于销售面积，净负债率上升但仍显著低于行业平均水平，保障未来扩张空间。公司作为地产开发行业龙头，充分享受行业集中度提升，目前市盈率仅 11.8 倍，我们重申买入评级。

## 支撑评级的要点

**地产销售同增 51%，三季度增幅扩大。**公司 1-9 月实现签约销售额 3,961 亿元，同比增长 50.7%；签约销售面积 2,665 万平方米，同比增加 33.8%，销售均价 14,866 元/平米，同比增长 13%。其中，前三季度北方区域销售增长较快，面积和金额同比分别上升 66.1%和 82.3%。公司 3 季度单季销售同比增长 63.3%，增幅较 2 季度明显扩大，目前市场份额为 4.3%，进一步巩固行业龙头地位。

**结算收入下降 1.5%，毛利率回升 5.4 个百分点。**公司 1-9 月实现结算收入 1,102 亿元，同比减少 1.5%，实现结算面积 967 万平方米，同比下降 2.7%，结算均价为 11,404 元/平米；实现结算毛利率 23.35%，同比回升 5.43 个百分点，我们预计主要由于 2014 年上半年-2015 年的部分项目受益于行业周期的底部反转。截至 6 月，公司已售未结资源增至 4,321 亿元。我们认为年内结算毛利率回升的趋势有望延续，而充足的预售资源也支撑公司后续的业绩释放。

**第三季度加大投资力度，净负债率升至 38.2%。**公司在坚持审慎投资策略的同时积极关注市场机会，第三季度适度加大投资力度，新增项目总建筑面积约 1,729 万平方米，大幅超过 796 万方的销售面积；1-9 月累计新增项目总建筑面积约 3,288 万平方米，权益比例 64%，按投资金额计算 91.6%位于一二线城市。公司目前在建总建筑面积 6,869 万平方米，规划中项目建筑面积 5,997 万平方米，已售未结算面积为 3,261 万平方米，保证未来销售和结算资源。

**长租公寓迎政策利好，发起设立首个商业地产 CMBS。**长租公寓方面，公司的集中式长租公寓品牌“泊寓”已覆盖 24 个一二线城市，累计获取房间数超过 7 万间，开业超过 2.4 万间。公司自 2014 年开始积极布局长租公寓，显著受益于近期密集出台的租赁住房政策。物流地产方面，公司的物流地产业务累计获取 46 个项目，可租物业建筑面积 366 万平方米，报告期内新增 110 万平方米。商业地产方面，10 月公司商业开发与运营平台印力集团发起设立首个 CMBS “中金—印力深国投广场信托受益权资产支持专项计划”。

## 相关研究报告

《万科 A：动荡之年王者依旧，牵手深铁强强联合》2017.3.30

《万科 A 2017 年中报点评：毛利率大幅回升，坚持审慎投资》2017.8.24

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

地产：开发商

卢骁峰, ACCA

证券投资咨询业务证书编号：S1300516050001  
(8621)20328284

xiaofeng.lu@bocichina.com

**图表 1. 公司 2017 年 1-3 季度业绩摘要**

(人民币, 百万)	2016 年 1-9 月	2017 年 1-9 月	同比变动 (%)
<b>营业收入</b>	<b>117,055</b>	<b>117,101</b>	<b>0.0</b>
营业成本	(86,004)	(79,943)	(7.0)
营业税	(10,080)	(9,444)	(6.3)
<b>毛利润</b>	<b>20,971</b>	<b>27,713</b>	<b>32.2</b>
其他收入	(274)	(98)	(64.3)
销售费用	(3,328)	(3,659)	9.9
管理费用	(3,171)	(5,331)	68.1
<b>营业利润</b>	<b>14,198</b>	<b>18,627</b>	<b>31.2</b>
投资收益	2,246	3,387	50.8
财务费用	(657)	(1,326)	101.8
营业外收支	174	214	23.0
<b>税前利润</b>	<b>15,961</b>	<b>20,902</b>	<b>31.0</b>
所得税	(4,671)	(6,085)	30.3
少数股东权益	(3,028)	(3,726)	23.0
<b>归属上市公司股东净利润</b>	<b>8,262</b>	<b>11,091</b>	<b>34.2</b>
<b>主要比率(%)</b>			<b>百分点增减</b>
含税毛利率	17.9	23.7	5.8
经营利润率	12.1	15.9	3.8
净利率	7.1	9.5	2.4

资料来源: 公司数据, 中银证券

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
- 谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
- 持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
- 卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
- 未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

- 增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
- 中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
- 减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街110号8层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道1045号  
7 Bryant Park 15楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371