

万科 A (000002)

证券研究报告

2017年11月02日

新董事、新面貌、大踏步走向前

事件: 公司公布 2017 年第三季度报告, 公司 1-3 季度实现营业收入 1171 亿元, 同比增长 0.04%; 归属净利润 110.91 亿元, 同比增长 34.23%; 基本 EPS 1.005 元, 同比增长 34.36%。

毛利大增, 推动业绩增长 34.23%:

1-9 月公司营收基本与上年持平, 其中房地产主业结算面积 966.6 万方 (-2.7%), 结算收入 1,102.3 亿元 (-1.5%), 规模均略有萎缩。1-3 季度, 公司房地产业务的毛利率达 23.35%, 同比去年+5.43 个百分点。公司 1-3 季度毛利总额为 371.6 亿元, 比去年同期增加了 61 亿, 另外由于投资收益同比+61%, 驱动公司业绩增长 34.23%。

三季度竣工结算大提速, 预计全年结算增长超 30%:

截至 9 月底, 公司已售未结算合同金额增至 4,321.0 亿元 (+41%), 其中预收款 4078.83 万 (+48.51%), 已售未结算面积 3,260.9 万方 (+30%), 均价 13251 元/平方。Q3 单季公司结算大幅提速, 单季结算面积 383.0 万方 (13.2%)、金额 447.1 亿 (13.4%)。累计竣工面积 1,136.4 万方 (+1.1%), 其中 Q4 单季竣工 499.9 万方, 同比增长 18.7%。前三季竣工占全年计划 (2,448.3 万方) 的 46.4%, 则四季度预计竣工 1,311.9 万方 (17.8%), 合同金额在 1700+亿左右, 我们预计全年结算同比增长 33%。

销售稳步增长, 稳居前三, 预计全年突破 5000 亿

1-9 月, 公司累计实现销售面积 2,664.5 万方 (+33.8%), 其中新开工面积 2,599.6 万方 (+6.5%), 已经完成年度开工目标 88.9%; 1-9 月, 公司销售额 3,961.0 亿 (+50.7%), 销售均价 14866 元/平米 (+13%); 公司 Q3 财务报表口径销售商品、提供劳务的现金流入 2459.08 亿 (+19.6%)。

Q3 董事会正式换届, 大手笔投资拿地

公司 6 月 30 日股东大会正式选出十八届董事会董事, 7 月 1 日第十八届董事会召开第一次会议。三季度公司面貌一新, 投资力度大增。1) 土地投资: 公司 1-9 月获取权益建面 2,099.5 万方, 合计权益金额约 1340+亿 (同比+92%), 投资金额 91.6% 位于一二线城市; 2017Q3 公司获取权益建面 1,115.7 万方 (上年同期 350 万方)。2) 广信资产包: 公司 7 月以 551 亿竞得广信资产包, 获得剩余权益可开发计建面预计 211 万方 (待规划)。2017H3 公司购买商品、接受劳务的现金支出 1820.91 亿, 同比+54.33%。3) 参与普洛斯私有化: 公司 7 月 17 日晚间公告将联合厚朴物流、高瓴资本、中银集团共同私有化新加坡上市公司普洛斯, 收购价敲定为折合人民币 787 亿元。

投资建议: 三季度新董事会给公司带来全新面貌, 我们看好公司未来 10 年在郁亮班子的带领下向“万亿”目标冲刺, 我们预期 17 年业绩继续稳步增长, 全年销售有望突破 5000 亿, 我们预计公司 17-19 年 EPS 为 2.53、3.28、4.16, PE 为 11.51X、8.89X、7.00X, 首次覆盖, 给予“买入”评级, 6 个月目标价 37.8 元。

风险提示: 政策调控超预期, 新业务拓展缓慢。

投资评级

行业	房地产/房地产开发
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	28.96 元
目标价格	37.8 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	9,724.20
流通 A 股股本(百万股)	9,709.17
A 股总市值(百万元)	281,612.73
流通 A 股市值(百万元)	281,177.42
每股净资产(元)	10.54
资产负债率(%)	83.53
一年内最高/最低(元)	30.22/18.32

作者

王茜	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516090005	
wangqian@tfzq.com	
付雅婷	联系人
fuyating@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	195,549.13	240,477.24	320,820.68	411,709.18	540,491.81
增长率(%)	33.58	22.98	33.41	28.33	31.28
EBITDA(百万元)	34,220.08	41,764.48	55,915.28	71,481.71	90,317.22
净利润(百万元)	18,119.41	21,022.61	27,961.19	36,187.33	45,968.11
增长率(%)	15.08	16.02	33.01	29.42	27.03
EPS(元/股)	1.64	1.90	2.53	3.28	4.16
市盈率(P/E)	17.76	15.31	11.51	8.89	7.00
市净率(P/B)	3.21	2.84	2.48	2.13	1.81
市销率(P/S)	1.65	1.34	1.00	0.78	0.60
EV/EBITDA	9.01	6.66	6.68	5.28	4.05

资料来源: wind, 天风证券研究所



1. 毛利大增，推动业绩增长 34.23%:

1-9 月公司营收基本与上年持平，其中房地产主业结算面积 966.6 万方 (-2.7%)，结算收入 1,102.3 亿元 (-1.5%)，规模均略有萎缩，主要是由于上半年竣工节奏放缓影响。1-3 季度，公司房地产业务的毛利率达 23.35%，同比去年+5.43 个百分点。公司 1-3 季度毛利总额为 371.6 亿元，比去年同期增加了 61 亿，另外由于投资收益同比+61%，驱动公司业绩增长 34.23%。

2. 三季度竣工结算大提速，预计全年结算增长超 30%:

截至 9 月底，公司已售未结算合同金额增至 4,321.0 亿元 (+41%)，其中预收款 4078.83 万 (+48.51%)，已售未结算面积 3,260.9 万方 (+30%)，均价 13251 元/平方。Q3 单季公司结算大幅提速，单季结算面积 383.0 万方 (13.2%)、金额 447.1 亿 (13.4%)。累计竣工面积 1,136.4 万方 (+1.1%)，其中 Q4 单季竣工 499.9 万方，同比增长 18.7%。前三季度竣工占全年计划 (2,448.3 万方) 的 46.4%，则四季度预计竣工 1,311.9 万方 (17.8%)，合同金额在 1700+亿左右，我们预计全年结算同比增长 33%。

3. 销售稳步增长，稳居前三，预计全年突破 5000 亿:

1-9 月，公司累计实现销售面积 2,664.5 万平方米 (+33.8%)，其中新开工面积 2,599.6 万方 (+6.5%)，已经完成年度开工目标 88.9%；其中 1-9 月，公司销售金额 3,961.0 亿 (+50.7%)，销售均价 14866 元/平方米 (+13%)；公司 Q3 财务报表口径销售商品、提供劳务的现金流入 2459.08 亿 (+19.6%)。公司克而瑞销售排名稳居前三，权益销售金额与第四的级差在 900 亿以上，随着四季度每月推盘 400-500 的推盘，我们预计全年销售有望突破 5000 亿。

4. Q3 董事会正式换届，大手笔投资拿地:

公司 6 月 30 日股东大会正式选出十八届董事会董事。7 月 1 日第十八届董事会召开第一次会议，新董事会给公司带来全新面貌。三季度公司面貌一新，投资力度大增。1) 土地投资：公司 1-9 月获取权益建面 2,099.5 万方，合计权益金额约 1340+亿 (同比+92%)，投资金额 91.6%位于一二线城市；2017Q3 公司获取权益建面 1,115.7 万方 (上年同期 350 万方)。2) 广信资产包：公司 7 月以 551 亿竞得广信资产包，获得剩余权益可开发计建面预计 211 万方 (待规划)。2017H3 公司购买商品、接受劳务的现金支出 1820.91 亿，同比+54.33%。3) 参与普洛斯私有化：公司 7 月 17 日晚间公告将联合厚朴物流、高瓴资本、中银集团共同私有化新加坡上市公司普洛斯，收购价敲定为折合人民币 787 亿元。

5. 投资建议

三季度新董事会给公司带来全新面貌，我们看好公司未来 10 年在郁亮班子的带领下向“万亿”目标冲刺，我们预期 17 年业绩继续稳步增长，全年销售有望突破 5000 亿，我们预计公司 17-19 年 EPS 为 2.53、3.28、4.16，PE 为 11.51X、8.89X、7.00X，首次覆盖，给予“买入”评级，6 个月目标价 37.8 元。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	53,180.38	87,032.12	80,205.17	123,512.75	135,122.95
应收账款	77,996.30	107,510.26	110,236.67	179,176.00	208,731.85
预付账款	39,646.97	50,262.54	66,293.66	83,807.22	115,400.38
存货	368,121.93	467,361.34	635,777.57	769,017.01	1,018,703.69
其他	8,078.80	9,129.17	10,042.09	9,083.35	9,418.20
流动资产合计	547,024.38	721,295.43	902,555.15	1,164,596.3	1,487,377.0
长期股权投资	33,503.42	61,701.99	66,356.89	72,982.42	78,415.39
固定资产	4,917.48	6,810.79	6,659.92	6,485.05	6,287.17
在建工程	598.36	765.31	825.31	905.31	955.31
无形资产	1,044.99	1,260.36	782.50	317.18	19.43
其他	24,206.94	38,840.33	38,800.27	43,220.88	48,001.74
非流动资产合计	64,271.19	109,378.79	113,424.89	123,910.84	133,679.05
资产总计	611,295.57	830,674.21	1,015,980.0	1,288,507.1	1,621,056.1
短期借款	1,900.09	16,576.59	43,088.66	66,930.42	89,115.37
应付账款	153,796.68	244,627.82	290,017.44	376,453.67	519,254.56
其他	264,365.06	318,794.08	445,575.51	559,657.34	717,385.66
流动负债合计	420,061.83	579,998.49	778,681.61	1,003,041.4	1,325,755.6
长期借款	33,828.58	56,406.06	23,580.22	40,249.89	1,580.58
应付债券	19,015.81	29,108.38	22,278.81	19,902.31	23,763.16
其他	2,079.73	3,484.72	3,310.48	3,144.96	3,313.39
非流动负债合计	54,924.12	88,999.16	49,169.52	63,297.16	28,657.14
负债合计	474,985.95	668,997.64	827,851.13	1,066,338.5	1,354,412.7
少数股东权益	36,126.10	48,231.80	58,277.65	71,197.84	88,548.57
股本	11,051.61	11,039.15	11,039.15	11,039.15	11,039.15
资本公积	8,174.81	8,268.27	8,334.67	8,404.39	8,477.60
留存收益	88,841.43	102,009.31	118,812.11	139,931.59	167,055.67
其他	(7,884.34)	(7,871.96)	(8,334.67)	(8,404.39)	(8,477.60)
股东权益合计	136,309.62	161,676.57	188,128.91	222,168.58	266,643.40
负债和股东权益总	611,295.57	830,674.21	1,015,980.0	1,288,507.1	1,621,056.1

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	25,949.44	28,350.26	27,961.19	36,187.33	45,968.11
折旧摊销	715.81	1,148.63	734.73	750.20	575.62
财务费用	477.74	1,592.07	5,344.17	6,700.19	7,342.90
投资损失	(3,561.91)	(5,013.84)	(6,517.99)	(5,965.91)	(6,141.95)
营运资金变动	(7,040.25)	15,342.72	(11,152.24)	(20,081.28)	(10,981.64)
其它	(494.80)	(1,853.71)	10,045.84	12,920.19	17,350.73
经营活动现金流	16,046.02	39,566.13	26,415.72	30,510.71	54,113.78
资本支出	15,063.22	30,217.84	4,529.65	6,318.51	4,851.24
长期投资	14,269.77	28,198.56	4,654.90	6,625.54	5,432.97
其他	(50,280.47)	(101,805.46)	(9,601.38)	(17,694.19)	(14,118.49)
投资活动现金流	(20,947.48)	(43,389.05)	(416.83)	(4,750.14)	(3,834.28)
债权融资	79,490.89	128,864.32	112,937.36	152,252.41	139,770.04
股权融资	(1,053.79)	(1,405.24)	(5,674.08)	(6,630.47)	(7,269.70)
其他	(83,541.01)	(96,162.44)	(140,089.11)	(128,074.92)	(171,169.65)
筹资活动现金流	(5,103.91)	31,296.65	(32,825.84)	17,547.02	(38,669.31)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(10,005.37)	27,473.73	(6,826.95)	43,307.58	11,610.20

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	195,549.13	240,477.24	320,820.68	411,709.18	540,491.81
营业成本	138,150.63	169,742.40	226,384.97	291,538.19	383,239.23
营业税金及附加	17,980.43	21,978.75	29,258.85	37,589.05	49,346.90
营业费用	4,138.27	5,160.72	6,801.40	8,316.53	11,458.43
管理费用	4,745.25	6,800.56	8,886.73	8,810.58	11,944.87
财务费用	477.74	1,592.07	5,344.17	6,700.19	7,342.90
资产减值损失	495.95	1,192.79	826.17	689.24	902.73
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3,561.91	5,013.84	6,517.99	5,965.91	6,141.95
其他	(7,123.82)	(10,027.67)	(13,035.97)	(11,931.82)	(12,283.90)
营业利润	33,122.78	39,023.78	49,836.38	64,031.33	82,398.70
营业外收入	855.43	398.31	927.47	1,001.59	584.83
营业外支出	175.59	168.48	170.98	161.68	257.05
利润总额	33,802.62	39,253.61	50,592.87	64,871.23	82,726.48
所得税	7,853.18	10,903.36	12,585.83	15,763.71	19,407.63
净利润	25,949.44	28,350.26	38,007.04	49,107.52	63,318.85
少数股东损益	7,830.03	7,327.65	10,045.84	12,920.19	17,350.73
归属于母公司净利润	18,119.41	21,022.61	27,961.19	36,187.33	45,968.11
每股收益(元)	1.64	1.90	2.53	3.28	4.16

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	33.58%	22.98%	33.41%	28.33%	31.28%
营业利润	32.60%	17.82%	27.71%	28.48%	28.68%
归属于母公司净利润	15.08%	16.02%	33.01%	29.42%	27.03%
获利能力					
毛利率	29.35%	29.41%	29.44%	29.19%	29.09%
净利率	9.27%	8.74%	8.72%	8.79%	8.50%
ROE	18.09%	18.53%	21.53%	23.97%	25.81%
ROIC	25.04%	21.16%	25.14%	29.45%	33.22%
偿债能力					
资产负债率	77.70%	80.54%	81.48%	82.76%	83.55%
净负债率	191.34%	211.73%	240.85%	285.69%	296.49%
流动比率	1.30	1.24	1.16	1.16	1.12
速动比率	0.43	0.44	0.34	0.39	0.35
营运能力					
应收账款周转率	3.04	2.59	2.95	2.85	2.79
存货周转率	0.57	0.58	0.58	0.59	0.60
总资产周转率	0.35	0.33	0.35	0.36	0.37
每股指标(元)					
每股收益	1.64	1.90	2.53	3.28	4.16
每股经营现金流	1.45	3.58	2.39	2.76	4.90
每股净资产	9.08	10.28	11.76	13.68	16.13
估值比率					
市盈率	17.76	15.31	11.51	8.89	7.00
市净率	3.21	2.84	2.48	2.13	1.81
EV/EBITDA	9.01	6.66	6.68	5.28	4.05
EV/EBIT	9.18	6.85	6.77	5.34	4.07

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com