



新高度, 新起点, 新征程

投资要点

- **事件:** 2017年11月21日, 公司收盘价达31.79元/股, 创下历史新高。
- **业绩持续超预期, 龙头房企内外兼修。** 公司是中国最大的住宅开发企业之一, 开发周转能力领先行业。2017年前三季度实现营业收入1171亿元, 同比持平, 实现归母净利润111亿元, 同比增加34.2%。报告期内公司营收持平, 但净利润增长明显, 主因房地产业务结转项目的毛利率回升5.4个百分点。截至9月底, 已售未结算资源面积3261万方, 金额4321亿元, 未来业绩增长有保障。
- **销售稳健增长, 拿地审慎积极。** 1-10月公司实现签约销售金额4329亿元, 同比增长38.8%, 销售面积2912万方, 同比增长24.4%。2017年前三季度新增143个项目, 总建筑面积3288万方, 权益建面2100万方, 以投资金额口径计算91.6%位于一二线城市。截至目前, 公司权益储备建面超8500万方, 货值约1.2万亿元, 公司后期存在较大的补库存动力, 超预期空间大。
- **多点开花, 物业物流长租商业布局广泛。** 公司坚持城市配套服务商战略, 推进在物业、物流、商业、长租、冰雪度假等布局, 并探索养老、教育等业务。万科物业获得2017中国物业服务品质领先品牌第一名; 物流地产业务, 累计获取可租赁建面超350万方, 稳定运营项目平均出租率达到98%, 此外参与国内物流地产开发商龙头普洛斯股份21.4%; 截至9月底, 泊寓覆盖24个一线及二线城市, 累计开业82个项目, 开业约2.4万间。
- **龙头轮动, 时机确认。** 万科A年初至今上涨60.0%, 落后港股万科企业的同期涨幅71.2%, 更是远远落后港股龙头中国恒大(506.6%)、融创中国(507.5%)、碧桂园(211.0%)的同期涨幅。地产后周期行业逻辑聚焦龙头市占率的提升以及房地产产业链的延伸, 目前万科市占率以销售面积为统计口径仅2.6%, 以销售金额为统计口径约5.1%, 仍有提升空间。此外, 万科布局广泛, 涉足物流地产、商业地产运营、长租公寓、物业管理等产业链。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2017-2019年EPS分别为2.37元、2.93元、3.50元, 未来三年将保持22.5%的复合增长率, 公司作为A股地产龙头享有估值溢价并持续受益于行业估值的提升, 给予18年14倍估值, 对应目标价41.02元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 结算进度或低于预期、调控政策或超预期出台。

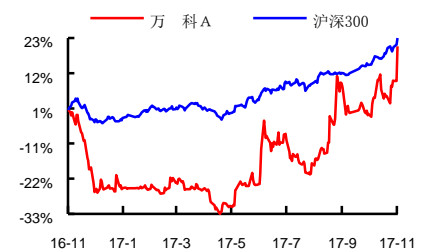
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	240477.24	312423.43	390904.76	470340.40
增长率	22.98%	29.92%	25.12%	20.32%
归属母公司净利润(百万元)	21022.61	26114.91	32368.37	38670.84
增长率	16.02%	24.22%	23.95%	19.47%
每股收益EPS(元)	1.90	2.37	2.93	3.50
净资产收益率ROE	17.54%	18.46%	19.27%	19.39%
PE	17	13	11	9
PB	2.17	1.84	1.55	1.30

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 胡华如
执业证号: S1250517060001
电话: 0755-23900571
邮箱: hhr@swsc.com.cn
联系人: 郭泰
电话: 0755-23618550
邮箱: gtai@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	110.39
流通A股(亿股)	97.09
52周内股价区间(元)	18.47-31.79
总市值(亿元)	3,509.35
总资产(亿元)	10,183.82
每股净资产(元)	10.54

相关研究

关键假设：

假设 1：公司 2017-2019 年房地产业务结转金额的增速分别为 30%、25%和 20%，保守预计对应的毛利率维持在 29.0%；

假设 2：公司物业管理业务随着管理面积的快速拓展，收入规模稳健增长，预计年复合增长率 40%，毛利率稳定在 22.0%；

假设 3：其他业务体量较小，业务规模维持不变，预计 2017-2019 年其他业务毛利率维持基本不变。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利润预测

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
合计	收入	240477.2	312423.4	390904.8	470340.4
	增速	23.0%	29.9%	25.1%	20.3%
	毛利率	29.4%	29.3%	29.2%	29.1%
房地产	收入	234140.30	304382.4	380478.0	456573.6
	增速	23.1%	30.0%	25.0%	20.0%
	毛利率	29.0%	29.0%	29.0%	29.0%
物业管理	收入	4260.25	5964.4	8350.1	11690.1
	增速	43.4%	40.0%	40.0%	40.0%
	毛利率	22.1%	22.0%	22.0%	22.0%
其他业务	收入	2076.69	2076.7	2076.7	2076.7
	增速	-12.2%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	88.0%	88.0%	88.0%	88.0%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	240477.24	312423.43	390904.76	470340.40	净利润	28350.26	35217.54	43650.70	52149.97
营业成本	169742.40	220921.58	276787.50	333397.77	折旧与摊销	1148.63	641.83	648.96	656.56
营业税金及附加	21978.75	28554.38	35727.29	42987.42	财务费用	1592.07	1780.01	1993.92	2228.54
销售费用	5160.72	6704.70	8388.94	10093.65	资产减值损失	1192.79	0.00	0.00	0.00
管理费用	6800.56	8835.16	11054.57	13300.96	经营营运资本变动	1680.64	29877.15	-3232.51	-11452.34
财务费用	1592.07	1780.01	1993.92	2228.54	其他	5601.74	-1500.00	-1600.00	-1800.00
资产减值损失	1192.79	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	39566.13	66016.53	41461.08	41782.72
投资收益	5013.84	1500.00	1600.00	1800.00	资本支出	-2359.19	-100.00	-130.00	-130.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-41029.86	1500.00	1600.00	1800.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-43389.05	1400.00	1470.00	1670.00
营业利润	39023.78	47127.60	58552.55	70132.05	短期借款	14676.50	-15776.59	0.00	0.00
其他非经营损益	229.83	0.00	0.00	0.00	长期借款	22577.48	0.00	0.00	0.00
利润总额	39253.61	47127.60	58552.55	70132.05	股权融资	80.99	0.00	0.00	0.00
所得税	10903.36	11910.07	14901.84	17982.08	支付股利	-7948.19	-6306.78	-7834.47	-9710.51
净利润	28350.26	35217.54	43650.70	52149.97	其他	1909.87	-28410.54	-1993.92	-2228.54
少数股东损益	7327.65	9102.62	11282.33	13479.13	筹资活动现金流净额	31296.65	-50493.91	-9828.40	-11939.05
归属母公司股东净利润	21022.61	26114.91	32368.37	38670.84	现金流量净额	27742.39	16922.61	33102.68	31513.68
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	87032.12	103954.73	137057.41	168571.09	成长能力				
应收和预付款项	157772.80	205092.52	256721.70	308997.93	销售收入增长率	22.98%	29.92%	25.12%	20.32%
存货	467361.34	347681.02	441484.93	528727.39	营业利润增长率	17.82%	20.77%	24.24%	19.78%
其他流动资产	9129.17	11264.55	14094.22	16958.31	净利润增长率	9.25%	24.22%	23.95%	19.47%
长期股权投资	61701.99	61701.99	61701.99	61701.99	EBITDA 增长率	21.70%	18.64%	23.50%	19.32%
投资性房地产	21874.42	21874.42	21874.42	21874.42	获利能力				
固定资产和在建工程	7576.11	7263.70	6967.01	6665.58	毛利率	29.41%	29.29%	29.19%	29.12%
无形资产和开发支出	1462.05	1328.65	1202.40	1073.30	三费率	5.64%	5.54%	5.48%	5.45%
其他非流动资产	16764.21	16668.19	16572.17	16476.15	净利率	11.79%	11.27%	11.17%	11.09%
资产总计	830674.21	776829.77	957676.25	1131046.14	ROE	17.54%	18.46%	19.27%	19.39%
短期借款	16576.59	800.00	800.00	800.00	ROA	3.41%	4.53%	4.56%	4.61%
应付和预收款项	429689.97	357092.70	466920.55	562179.53	ROIC	23.16%	31.34%	40.89%	42.98%
长期借款	56406.06	56406.06	56406.06	56406.06	EBITDA/销售收入	17.37%	15.86%	15.65%	15.52%
其他负债	166325.03	171800.91	207003.33	242674.78	营运能力				
负债合计	668997.64	586099.68	731129.94	862060.37	总资产周转率	0.33	0.39	0.45	0.45
股本	11039.15	11039.15	11039.15	11039.15	固定资产周转率	41.01	46.95	61.56	77.73
资本公积	8268.27	8268.27	8268.27	8268.27	应收账款周转率	104.88	130.96	128.81	126.57
留存收益	93741.04	113549.17	138083.06	167043.39	存货周转率	0.41	0.54	0.70	0.69
归属母公司股东权益	113444.77	133395.66	157929.55	186889.88	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	119.15%	—	—	—
少数股东权益	48231.80	57334.43	68616.76	82095.89	资本结构				
股东权益合计	161676.57	190730.09	226546.32	268985.77	资产负债率	80.54%	75.45%	76.34%	76.22%
负债和股东权益合计	830674.21	776829.77	957676.25	1131046.14	带息债务/总负债	15.26%	14.73%	11.81%	10.01%
					流动比率	1.24	1.34	1.32	1.32
					速动比率	0.44	0.64	0.64	0.64
					股利支付率	37.81%	24.15%	24.20%	25.11%
					每股指标				
					每股收益	1.90	2.37	2.93	3.50
					每股净资产	14.65	17.28	20.52	24.37
					每股经营现金	3.58	5.98	3.76	3.78
					每股股利	0.72	0.57	0.71	0.88
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	41764.48	49549.44	61195.43	73017.15					
PE	16.69	13.44	10.84	9.07					
PB	2.17	1.84	1.55	1.30					
PS	1.46	1.12	0.90	0.75					
EV/EBITDA	7.45	5.08	3.57	2.56					
股息率	2.26%	1.80%	2.23%	2.77%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn