

2018年06月05日

姜以宁

C0062@capital.com.tw

目标价(元/港元)

RMB 32/HKD 36

万科(000002.SZ/02202.HK)

Buy 买入

公司5月销售明显回暖，超出预期，维持“买入”评级

结论与建议：

公司公布5月销售情况，月度销售面积280万平方米，YOY+16%，月度销售金额429亿元，YOY+20%，单月销售回暖，略超市场预期。公司在手已售未结转项目金额持续提升，未来业绩增长锁定性较强，我们预计公司2018、2019年净利润将达到355亿元和412亿元，YOY分别+27%和+16%，EPS分别为3.21元和3.73元，按目前A股价格计算，对应PE分别为8.5倍和7.3倍，PB1.9倍；H股对应PE为7.7倍和6.7倍，PB1.8倍。目前AH股估值偏低，我们维持AH股买入的投资建议。

公司基本资讯

产业别	房地产
A股价(2018/6/4)	27.30
深证成指(2018/6/4)	10204.32
股价12个月高/低	42.24/20.03
总发行股数(百万)	11039.15
A股数(百万)	9715.17
A市值(亿元)	2652.24
主要股东	深圳市地铁集团有限公司 (29.38%)
每股净值(元)	12.34
股价/账面净值	2.21
股价涨跌(%)	一个月 三个月 一年
	-0.3 -18.4 35.3

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2018-03-27	30.33	买入

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	2.3%
一般法人	41.0%

股价相对大盘走势



■ **公司销售情况：**公司5月实现销售面积280万平方米，销售金额429亿元，YOY分别为+16%和+20%，销售同比增速较4月大幅提升，分别提升27个和19个百分点，公司5月销售均价15331元/平米，MOM-5.7%，YOY+3.4%，单月销售均价环比有所下降，主要由于二三四线城市推盘量力度加大所致，公司5月整体销售情况超出市场预期。累计来看，公司2018年1-5月共实现销售面积1586万平米，销售金额2390亿元，分别同比增长4.3%和4.8%，维持低速增长。公司全年房屋销售均价为15075元/平，YOY+0.5%，销售均价稳定。

■ **销售增速回升，均价有所下降，可结资源充足：**从量上来看，公司5月单月销售面积和金额均恢复较高速增长，淡季不淡；累计来看，前5个月销售金额已实现了17年全年金额的45%，绝对销售额仍维持在较高水平。截止2018Q1公司积累在手已售未竣工面积达3564万平方，合同结转金额达4945亿元，分别较2017年底增长20.3%和19.3%，且多为高利润率项目，公司未来业绩增长确定性较高，预计公司未来3年业绩均将保持在两位数以上的增速。从价格上来看，公司5月销售均价有所下降，主要由于推盘区域的变化，热点城市高房价区域开盘量占比有所下降，同时部分热点城市楼盘由于受政府限价等调控措施影响，降价开盘所致。我们从国家对于抑制热点城市房价上涨的坚决态度上可以判断短期热点城市的房价难以继续大幅上涨，将延续高位震荡。

■ **土地项目获取稳健，土地储备小幅提升：**公司5月共新增17个地产开发项目，项目区域仍主要集中于二线城市，总建筑面积达285.4万平方，权益建筑面积183.2万平方，土地储备量小幅提升；支付权益土地款139亿元，与当月销售金额占比为32%，综合楼面地价7586元/平米，公司目前拿地节奏保持稳健，在手现金流较充裕。

■ **盈利预测与投资建议：**我们判断18年房地产市场在调控政策不放松、信贷政策日益趋紧的背景之下，将呈现前高后低的态势，行业集中度将继续提升。我们预计公司2018、2019年净利润将分别达到355亿和412亿元，YOY分别+27%和+16%，EPS分别为3.21元和3.73元，按目前A股价格计算，对应PE分别为8.5倍和7.3倍，PB1.9倍；H股对应PE为7.7倍和6.7倍，PB1.8倍。公司作为行业龙头，销售增速稳定，绝对量值维持较高水平，已售未结资源充足，未来几年业绩增长锁定性较强，近期AH股价调整幅度较大，估值已偏低，我们维持AH股买入的投资建议。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	18119	21023	28052	35489	41197
同比增减	%	15.1%	16.0%	33.4%	26.5%	16.1%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.64	1.90	2.54	3.21	3.73
同比增减	%	15.1%	15.8%	33.4%	26.5%	16.1%
A 股市盈率 (P/E)	X	19.8	17.1	12.8	10.1	8.7
H 股市盈率 (P/E)		17.4	15.0	11.3	8.9	7.7
股利 (DPS)	RMB 元	0.7	0.8	0.9	1.0	1.1
A 股息率 (Yield)	%	2.22%	2.43%	2.77%	2.97%	3.44%
H 股息率 (Yield)	%	18119	21023	28052	35489	41197

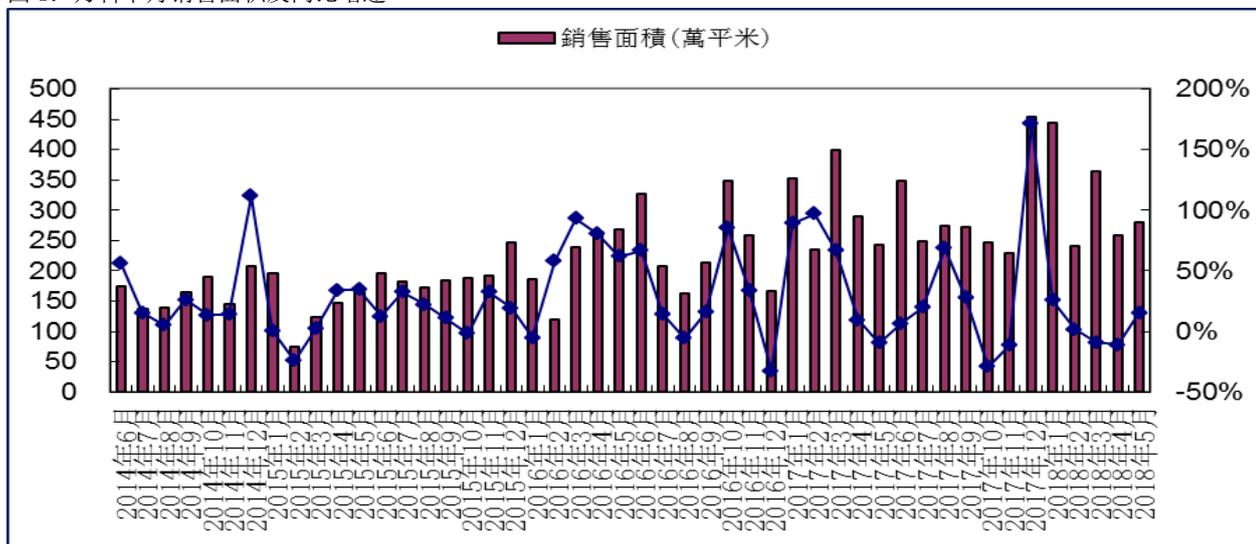
预期报酬 (Expected Return; ER) 为准, 说明如下:

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

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

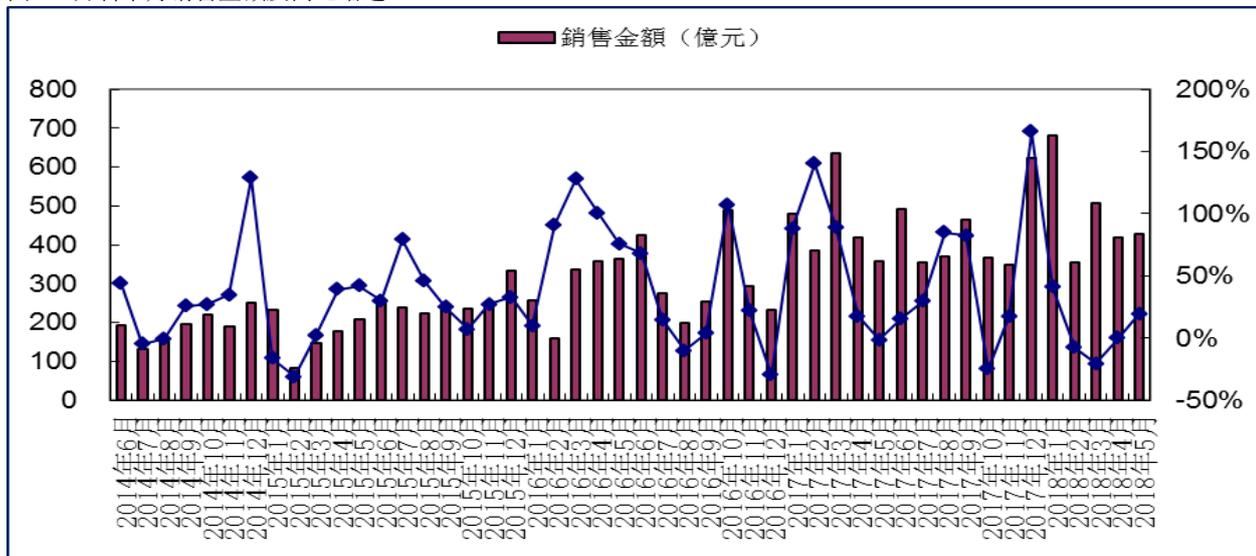
卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

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	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
营业收入	195549	240477	242897	339616	415777
经营成本	138151	169742	160080	226286	283477
营业税金及附加	17980	21979	19722	31245	38252
销售费用	4138	5161	6262	9407	11933
管理费用	4745	6801	8866	12736	13929
财务费用	478	1592	2075	2921	3160
资产减值损失	496	1193	1319	301	302
投资收益	3562	5014	6245	8118	10553
营业利润	33123	39024	50813	64838	75279
营业外收入	855	398	723	151	151
营业外支出	176	168	394	81	81
利润总额	33803	39254	51142	64908	75349
所得税	7853	10903	13934	17590	20420
少数股东损益	7830	7328	9157	11830	13732
归属于母公司所有者的净利润	18119	21023	28052	35489	41197

附二：合并资产负债表

百万元	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
货币资金	53180	87032	174121	181086	188329
应收账款	2511	2075	1433	1576	1734
存货	368122	467361	598088	657896	723686
流动资产合计	547024	721295	1017553	1088519	1230936
长期股权投资	33503	61702	81224	93408	107419
固定资产	4917	6811	7099	5001	5002
在建工程	598	765	1022	801	802
非流动资产合计	64271	109379	147794	138836	153361
资产总计	611296	830674	1165347	1227355	1384297
流动负债合计	420062	579998	847355	935155	1035107
非流动负债合计	88999	88999	131318	70566	72626
负债合计	668998	668998	978673	1005721	1107733
少数股东权益	36126	48232	53999	65828	79561
股东权益合计	100184	113445	132675	155806	197003
负债及股东权益合计	805307	830674	1165347	1227355	1384297

附三：合并现金流量表

百万元	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
经营活动产生的现金流量净额	16046	39566	82323	18225	1706
投资活动产生的现金流量净额	-20947	-43389	-51613	-4985	-7984
筹资活动产生的现金流量净额	-5104	31297	55265	3520	13521
现金及现金等价物净增加额	-9906	27742	84836	16760	7243

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, 不对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。