

万科 A (000002.SZ)

销售规模创历史新高，投资力度有所回落

核心观点:

● 单月销售量价齐升，销售金额创历史新高

2018年1月份公司实现销售面积444.4万平方米，同比增长25.9%；销售金额679.8亿元，单月同比增长41.3%。单月销售金额创历史新高，销售面积为历史第二高。公司销售金额保持稳定增长主要有两点原因，一方面公司可售资源较为充足；另一方面17年底认购未签约在1月份转签约落地。万科从17年开始就明确了淡化季节，均匀推盘的策略，18年1季度公司或将继续维持较为均匀的推盘力度，展望未来2个月，与1月份相同具备较高的同期基数，同比高增长的难度较高，但公司依然会维持稳定的货值供应节奏，转签项目也会贡献一定规模。

● 土地投资力度有所回落，调整补货结构

1月份公司新增项目14个，新进入江苏宿迁，获取建筑面积218.7万方，权益建筑面积115.4万方。单月获取土地金额138.6亿元，支付地价为70.5亿元。公司整体拿地力度从12月份开始有所下降。

● 预计万科17、18年EPS分别至2.32、2.88元，上调至“买入”评级。

我们在16年9月2日发布的报告《万科A：曲折中继续前行》中考虑到当时公司股权结构变化不确定性对公司运营稳定性和发展前景存在潜在负面影响，下调公司评级至“谨慎增持”，考虑到目前地铁集团已经成为万科第一大股东，持股比例29.38%（17年三季度数据），公司股权结构的不确定性已经消除，公司重回健康发展轨道，销售规模和业绩均实现较好增长，预计万科17、18年EPS分别至2.32、2.88元，上调公司至“买入”评级。

● 风险提示

融资成本上升对于行业整体利润率水平会有较大的影响。城市限购限贷政策依旧严格执行，部分城市的推盘去化率有所下降。

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	195549	240477	265720	317382	399542
增长率(%)	33.6%	23.0%	10.5%	19.4%	25.9%
EBITDA(百万元)	31154	37943	40310	51517	60194
净利润(百万元)	18119	21023	25593	31844	37724
增长率(%)	15.1%	16.0%	21.7%	24.4%	18.5%
EPS(元/股)	1.64	1.90	2.32	2.88	3.42
市盈率(P/E)	20.0	17.2	14.1	11.3	9.6
市净率(P/B)	3.6	3.2	2.6	2.1	1.7
EV/EBITDA	9.5	7.1	9.7	8.0	6.9

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

32.73元

前次评级

谨慎增持

报告日期

2018-02-14

相对市场表现



分析师：乐加栋 S0260513090001

021-60750620

lejiadong@gf.com.cn

分析师：郭镇 S0260514080003

010-59136622

guoz@gf.com.cn

分析师：李飞 S0260517080010

021-60750620

gflifei@gf.com.cn

相关研究:

增速回落，拿地及销售力度依旧维持高位 2017-11-06

销售领先市场，投资大幅提升 2017-10-31

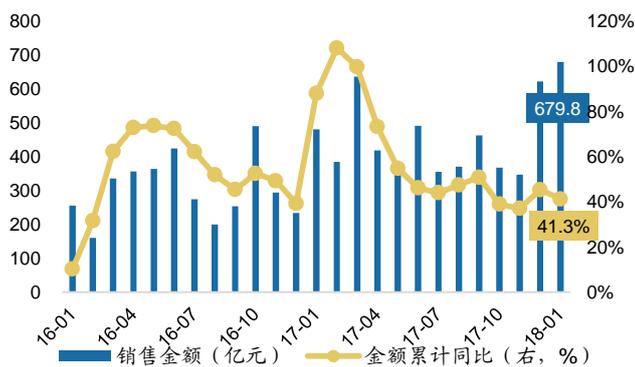
合作共赢，重回健康发展轨道 2017-08-28

单月销售量价齐升，销售金额创历史新高

2018年1月份公司实现销售面积444.4万平方米，同比增长25.9%，环比下降1.9%；销售金额679.8亿元，单月同比增长41.3%，环比增长9.2%。单月销售金额创历史新高，单月销售面积为历史第二高，仅次于17年12月份的453.2万方。实现销售均价15297元/方，环比增加11.4%，同比增加12.2%。17年1月份销售基数较高，且1月份市场整体表现一般（我们监测的50城商品房1月销售面积同比+4.1%），公司销售金额仍然保持稳定增长主要有两点原因，一方面公司新推货值和可售资源较为充足；另一方面17年底公司在手认购未签约规模超过900亿，1月份部分项目转签约落地，提高了销售数据。

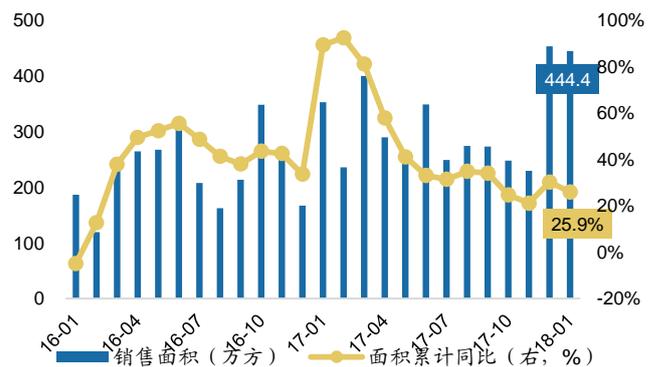
万科从17年开始就明确了淡化季节，均匀推盘的策略，在市场好的时候维持较高的推盘积极性，18年1季度公司或将继续维持较为均匀的推盘力度，展望未来2个月，与1月份相同具备较高的同期基数，同比高增长的难度较高，但公司依然会维持稳定的货值供应节奏，转签项目也会贡献一定规模。

图1：万科A单月销售金额及累计同比增速



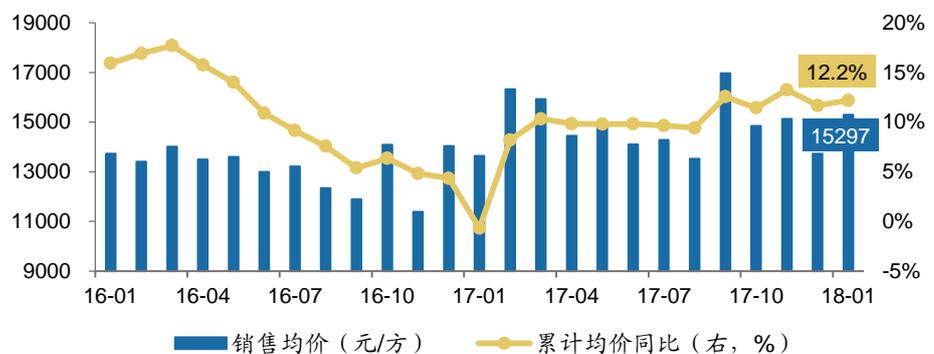
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图2：万科A单月销售面积及累计同比增速



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图3：万科A单月销售均价（元/方）及累计均价增速（%）



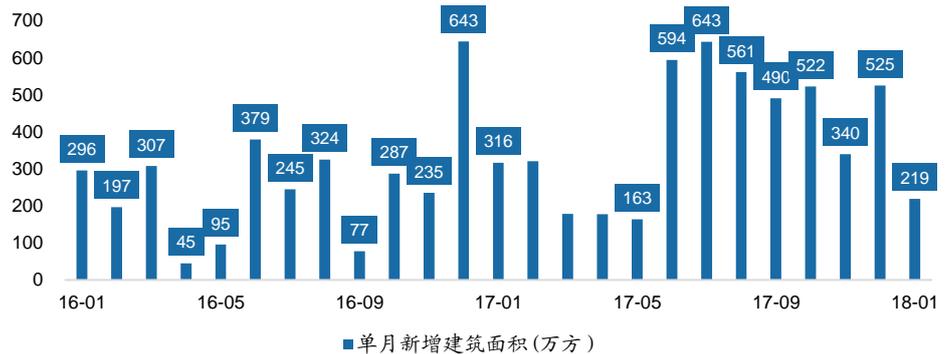
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

注：这里采用的销售均价增速为累计销售金额/累计销售面积

土地投资力度有所回落，调整补货结构

拿地方面，18年1月份公司新增项目14个，合计获取土地规模101.7万方，规划建筑面积218.7万方，其中归属万科的权益建筑面积为115.4万方。拿地金额方面，单月获取土地金额138.6亿元，万科需要支付的地价为70.5亿元，单月获取土地成本为6338元/平米，权益比例为51%。

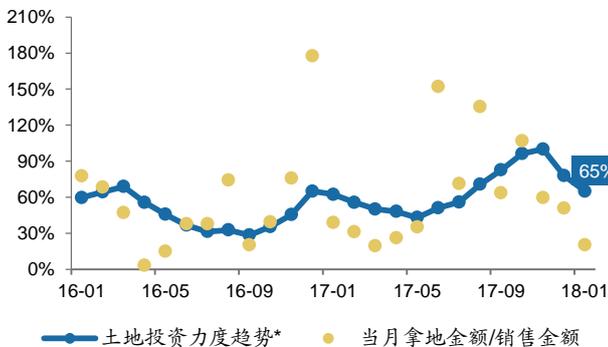
图4：万科A单月新增土地建筑面积（万方）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

拿地强度来看，公司自17年下半年以来拿地强度显著提升，从17年12月以来拿地力度有所下滑，18年1月份公司拿地金额占销售金额比例为20%，土地获取总面积占销售面积的比例为49%，均为近半年以来的最低水平。从拿地楼面均价来看，公司1月拿地楼面均价6338元/方，环比去年12月增加5.0%，较17年平均拿地均价小幅下滑9.5%。而公司拿地楼面均价占销售均价的比重一般处于50%以下，1月拿地楼面均价仅占销售均价的41%，拿地成本的有效控制将为公司未来结算毛利率提供保障。

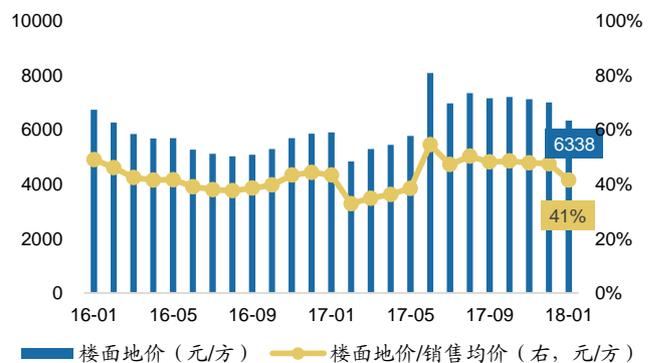
图5：万科A土地投资力度趋势



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

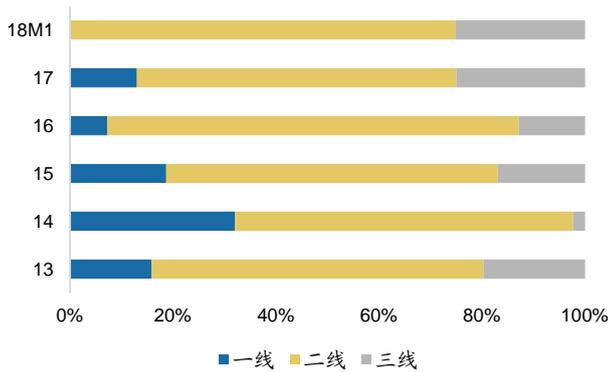
土地投资力度趋势*=6个月平滑的拿地金额/销售金额

图6：万科A月度拿地成本及占销售均价的比值



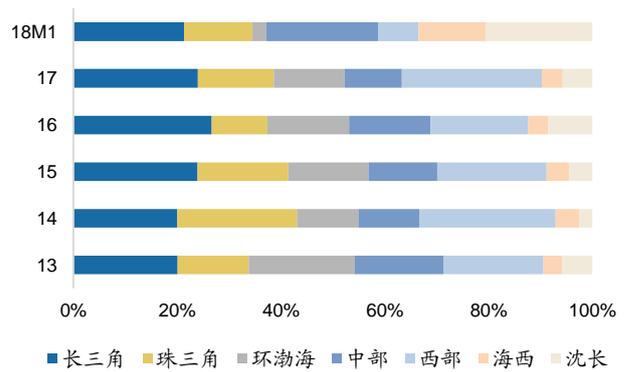
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图7: 万科拿地面积分线城市分布



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图8: 万科拿地面积分区域分布



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

表1: 万科18年1月获取地产项目明细

城市	项目名称	位置	权益比例	占地面积	建筑面积	权益建筑面积	权益价款
			(%)	(万方)	(万方)	(万方)	(亿元)
佛山	白坭镇润丰项目	三水区	75%	3.50	6.00	6.00	9.14
东莞	大朗西站地铁上盖项目	大朗镇	75%	3.70	28.20	4.95	6.42
东莞	太宝路公开地项目	虎门镇	100%	2.00	8.70	2.70	2.57
福州	东岭路项目	仓山区	18%	15.70	17.60	17.60	9.92
苏州	2017A-014 地块	常熟	31%	5.80	20.30	10.35	1.20
宁波	小浃江综合体地块	北仑区	100%	8.00	5.80	1.45	0.49
宿迁	S19、S20 项目	苏宿工业园区	51%	12.40	14.10	9.87	4.14
廊坊	永清二期	永清县	25%	3.20	30.90	15.45	2.16
沈阳	鞍钢集团沈阳薄板厂	铁西区	70%	6.10	10.10	5.15	0.98
长春	TOD 西湖站 B 地块	汽开区	50%	15.40	18.10	9.05	5.80
郑州	雁鸣湖地块	中牟县	51%	6.70	19.00	3.80	2.47
武汉	豹山村 082 号地块	江夏区	50%	6.50	17.10	11.97	6.74
武汉	豹山村 083 号地块	江夏区	20%	6.60	6.00	6.00	9.14
乌鲁木齐	鲤鱼山片区项目	高新区	70%	6.10	28.20	4.95	6.42
合计				94.50	195.90	98.35	52.03

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

从18年1月新增项目区域分布来看, 1月公司新进入了江苏省中部的宿迁市, 加大在苏中地区的布局密度。总获取的14个项目中, 珠三角获取佛山、东莞两地合计3个项目, 长三角获取苏州、宁波、宿迁合计3个项目, 中西部获取郑州、武汉、乌鲁木齐合计4个项目。此外, 18年1月新增大连、武汉、济南等地物流地产项目5个, 合计总建面48.7万方, 权益建面45.5万方, 总地价12.5亿元, 权益地价11.5亿元, 权益比例为93%, 楼面价2523元/平米。

表 2: 万科 18 年 1 月获取物流地产项目明细

城市	项目名称	权益比例	占地面积	建筑面积	权益建筑面积	权益价款
		(%)	(万方)	(万方)	(万方)	(亿元)
湖北武汉	江夏物流园(二期)	100%	15.7	10.2	10.20	3.77
辽宁沈阳	苏家屯物流园	100%	13.3	8.3	8.30	3.09
辽宁大连	大窑湾物流园	100%	23.7	14.1	14.10	1.70
山东济南	济阳物流园	90%	13.7	8.2	7.40	0.78
江西南昌	空港物流园	70%	13.1	7.9	5.50	2.14
合计			79.5	48.7	45.5	11.48

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

盈利预测与投资评级

我们在16年9月2日发布的报告《万科A: 曲折中继续前行》中考虑到当时公司股权结构变化不确定性对公司运营稳定性和发展前景存在潜在负面影响, 下调公司评级至“谨慎增持”, 考虑到目前地铁集团已经成为万科第一大股东, 持股比例29.38% (17年三季报数据), 公司股权结构的不确定性已经消除, 公司重回健康发展轨道, 销售规模和业绩均实现较好增长, 预计万科17、18年EPS分别至2.32、2.88元, 按照18年2月13日收盘价计算, 对应PE估值为14.1x、11.3x, 上调公司至“买入”评级。

表 3: 万科收入和利润预测及核心假设

	2016A	2017E	2018E	2019E	备注
营业收入(亿元)	2,405	2,657	3,174	3,995	截止17年三季度末公司预收账款4079亿元, 地产业务短期可结算资源充裕
同比	23%	10%	19%	26%	
其中房地产业务(亿元)	2,341	2,600	3,100	3,900	
同比	23%	11%	19%	26%	
毛利率	29%	30%	31%	30%	15-16年房价上涨阶段的项目将在17-18年逐步竣工结算, 带动毛利率小幅提升
其中房地产业务	29%	31%	32%	30%	
销售管理费用率	5.0%	4.9%	4.5%	4.0%	规模效应加上跟投制度的激励, 公司费用管控水平将继续提升
归母净利润(亿元)	210	256	318	377	17-18年毛利率提升加上管控效率提升, 将带动净利率提升
同比	16.0%	21.7%	24.4%	18.5%	
净利率	8.7%	9.6%	10.0%	9.4%	

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

风险提示

资产管理新规以及银行对于地产业务的监管力度提高, 融资成本上升对于行业整体利润率水平会有较大的影响。城市限购限贷政策依旧严格执行, 部分城市的推盘去化率有所下降。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	547,024	721,295	788,855	884,775	940,820
货币资金	53,180	87,032	66,000	76,000	88,000
应收及预付	117,643	157,773	169,614	181,214	194,014
存货	368,122	467,361	544,570	618,891	650,136
其他流动资产	8,079	9,129	8,671	8,671	8,671
非流动资产	64,271	109,379	148,028	204,232	288,758
长期股权投资	33,503	61,702	97,576	150,754	231,785
固定资产	4,917	6,811	8,173	9,808	11,769
在建工程	598	765	2,323	4,053	6,001
无形资产	1,695	2,422	2,422	2,422	2,422
其他长期资产	23,557	37,678	37,534	37,195	36,781
资产总计	611,296	830,674	936,883	1,089,007	1,229,579
流动负债	420,062	579,998	670,204	758,111	849,433
短期借款	1,900	16,577	5,403	12,188	10,309
应付及预收	393,415	536,649	625,317	718,948	796,906
其他流动负债	24,746	26,773	39,484	26,975	42,218
非流动负债	54,924	88,999	72,587	95,978	96,865
长期借款	33,829	56,406	38,536	60,312	59,328
应付债券	19,016	29,108	29,108	29,108	29,108
其他非流动负债	2,080	3,485	4,943	6,558	8,428
负债合计	474,986	668,998	742,791	854,090	946,298
股本	11,052	11,039	11,039	11,039	11,039
资本公积	8,175	8,268	13,387	19,756	27,300
留存收益	80,667	93,741	114,215	139,690	169,869
归属母公司股东权	100,184	113,445	138,641	170,485	208,209
少数股东权益	36,126	48,232	55,450	64,432	75,072
负债和股东权益	611,296	830,674	936,883	1,089,007	1,229,579

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	195,549	240,477	265,720	317,382	399,542
营业成本	138,151	169,742	184,690	217,533	281,590
营业税金及附加	17,980	21,979	28,489	35,012	43,212
销售费用	4,138	5,161	5,732	6,238	6,806
管理费用	4,745	6,801	7,398	8,160	9,034
财务费用	478	1,592	1,645	1,714	1,783
资产减值损失	496	1,193	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	3,562	5,014	6,787	5,855	7,538
营业利润	33,123	39,024	44,552	54,579	64,655
营业外收入	855	398	0	0	0
营业外支出	176	168	0	0	0
利润总额	33,803	39,254	44,552	54,579	64,655
所得税	7,853	10,903	11,741	13,753	16,291
净利润	25,949	28,350	32,811	40,826	48,364
少数股东损益	7,830	7,328	7,218	8,982	10,640
归属母公司净利润	18,119	21,023	25,593	31,844	37,724
EBITDA	31,154	37,943	40,310	51,517	60,194
EPS (元)	1.64	1.90	2.32	2.88	3.42

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	16,046	39,566	35,790	51,404	85,083
净利润	25,949	28,350	32,811	40,826	48,364
折旧摊销	620	1,149	899	1,079	1,295
营运资金变动	-17,193	3,864	-382	7,711	33,913
其它	6,671	6,203	2,462	1,789	1,513
投资活动现金流	-20,947	-43,389	-36,277	-53,230	-80,582
资本支出	-2,063	-2,147	-7,061	-6,404	-7,558
投资变动	-8,786	-25,699	-29,216	-46,826	-73,023
其他	-10,098	-15,543	0	0	0
筹资活动现金流	-5,104	31,297	-20,545	11,826	7,498
银行借款	22,910	68,775	27,017	60,939	51,544
股权融资	4,296	9,735	0	0	0
其他	-40,234	-58,859	-47,562	-49,113	-44,045
现金净增加额	-9,906	27,742	-21,032	10,000	12,000
期初现金余额	61,653	51,748	79,490	58,458	68,458
期末现金余额	51,748	79,490	58,458	68,458	80,458

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	33.6%	23.0%	10.5%	19.4%	25.9%
营业利润增长	32.6%	17.8%	14.2%	22.5%	18.5%
归属母公司净利润增长	15.1%	16.0%	21.7%	24.4%	18.5%
获利能力(%)					
毛利率	29.4%	29.4%	30.5%	31.5%	29.5%
净利率	13.3%	11.8%	12.3%	12.9%	12.1%
ROE	18.1%	18.5%	18.5%	18.7%	18.1%
ROIC	18.1%	18.7%	20.0%	26.9%	40.1%
偿债能力					
资产负债率(%)	77.7%	80.5%	79.3%	78.4%	77.0%
净负债比率	19.3%	25.9%	24.0%	22.4%	18.7%
流动比率	1.30	1.24	1.18	1.17	1.11
速动比率	0.33	0.35	0.28	0.27	0.27
营运能力					
总资产周转率	0.35	0.33	0.30	0.31	0.34
应收账款周转率	88.79	104.88	42.79	22.44	17.88
存货周转率	0.40	0.41	0.37	0.37	0.44
每股指标(元)					
每股收益	1.64	1.90	2.32	2.88	3.42
每股经营现金流	1.45	3.58	3.24	4.66	7.71
每股净资产	9.07	10.28	12.56	15.44	18.86
估值比率					
P/E	20.0	17.2	14.1	11.3	9.6
P/B	3.6	3.2	2.6	2.1	1.7
EV/EBITDA	9.5	7.1	9.7	8.0	6.9

广发房地产行业研究小组

- 乐加栋：首席分析师，复旦大学经济学硕士，九年房地产研究经验，2013 年进入广发证券发展研究中心。
- 郭 镇：分析师，清华大学工学硕士，五年房地产研究经验，2013 年加入广发证券发展研究中心。
- 李 飞：研究助理，中国科学技术大学金融工程硕士，2015 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号 太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海浦东新区世纪大道 8 号 国金中心一期 16 层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。