



2019-10-30

公司点评报告

买入

万科 A (000002)

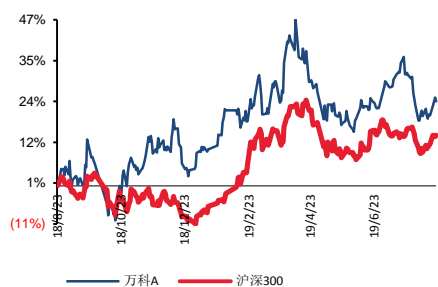
目标价: 32.35

昨收盘: 26.67

房地产 房地产 II

万科 A: 业绩高增确定性强 负债结构持续优化

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	11,302/11,293
总市值/流通(百万元)	300,064/306,721
12 个月最高/最低(元)	33.48/20.59

相关研究报告:

证券分析师: 徐超

电话: 18311057693

E-MAIL: xuchao@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190519080001

证券分析师: 张庚尧

电话: 18310590516

E-MAIL: zhanggy@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190118090013

事件:

公司昨天日披露 2019 年三季报, 报告期内, 实现营业收入 845.95 亿元, 同比增长 20.77%; 实现归属于母公司净利润 63.99 亿元, 同比增长 31.64%; EPS1.631 元, 同比增长 28.73%

销售和营业收入较快增长, 结算毛利率略有降低: 1-9 月, 本集团累计实现合同销售面积 3,061.6 万平方米, 合同销售金额人民币 4,756.1 亿元, 同比分别增长 5.5% 和 10.2%, 分别占去年全销售面积和销售额的 75.8% 和 78.4%。已售未结合合同金额 6362.4 亿元, 较年初上升 19.9%, 对应均价 1.42 万元/方, 后续结算提供了充足的资源。第三季度, 实现营业收入 845.9 亿元, 同比增长 20.8%; 实现归属于上市公司股东的净利润人民币 64.0 亿元, 同比增长 31.6%。; EPS0.566 元, 同比增长 28.58%。1-9 月, 本集团房地产业务的结算毛利率为 27.6%, 较去年同期下降 0.2 个百分点; 实现归属于上市公司股东的净利润人民币 182.4 亿元, 同比增长 30.4%; 净利率 11%, 下降 0.8 个百分点, 归母净利率 7.56%, 上升 0.6 个百分点。

预收款增长迅速, 已售未结合合同金额上升: 截至报告期末, 公司预收款 6.96 亿元, 较 2018 年增长 174.04%, 预收账款占销售收入的 0.8%, 为后续业绩的持续快速增长奠定了坚实的基础。2019 第三季度, 公司实现合同销售面积 911.5 万平方米, 合同销售金额人民币 1,416.1 亿元, 同比分别增长 5.2% 和 11.6%。

拿地依旧活跃, 秉承稳健投资策略, 长线布局一二线城市: 万科 1-9 月拿地面积 2345 万平方米, 占销售面积的 76.6%, 拿地金额 1381 亿元, 占销售金额的 29%。新增土储同减 26%: 公司 1-9 月新增项目 116 个、新增总建面 2832.1 万方, 权益建面 2042 万方, 权益比例为 72%, 环比上半年明显提升。截止中报, 公司总土储面积 1.534 亿平米, 同比增长 7.27%。第三季度新增 62 个开发项目, 总建筑面积约 1,479.0 万平方米, 权益规划建筑面积约 1,155.3 万平方米; 1-9 月, 公司累计新增 116 个开发项目, 总建筑面积约 2,832.1 万平方米。新增开发项目 81% (权益投资金融) 位于一、二线城市。

加强风险管控, 计提存货跌价准备: 鉴于土地市场降温, 房价回调趋势, 本集团对个别存在风险的项目计提存货跌价准备。报告期内本集团计提存货跌价准备人民币 11.4 亿元, 影响归属于上市公司股东的净利润人民币 7.8 亿元, 截止 2019 年半年报, 集团存货跌价准备余额达到人民币 41.4 亿元, 计提跌价准备的城市包

括大连、乌鲁木齐、上海等地。

现金流管理进一步加强，负债结构持续优化：截至2019年9月，公司财务、资金状况稳健，持有货币资金1072.4亿元，实现全额覆盖短期借款和一年内到期长期负债的总和590.8亿，覆盖一年内有息负债1.82倍。1) 净负债率50.4%：公司三季报有息负债金额2306.3亿元，净负债率50.4%，比去年同期的51.2%有所下降，但比中报有所提升；从债务期限结构来看，公司短期债务占比27%，长期债务占比73%，短期占比占比下降，债务结构进一步优化。

投资建议：行业集中度提升逻辑不变，我们认为公司作为行业经营稳健，可结算资源充足，业绩锁定度高。多元化业务稳步发展，净负债率维持低位，融资结构多元化，其穿越周期、应对政策不确定性能力强。我们预计公司19-1年EPS分别为3.65、4.03及4.53元，目标价32.35元，维持“买入”评级。

风险提示：政策调控超预期，公司销售不及预期

■ 盈利预测和财务指标：

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	297,679.33	369,777.27	454,197.41	547,126.21
(+/-%)	22.55	24.22	22.83	20.46
净利润(百万元)	33,772.65	41,059.81	48,470.45	55,636.76
(+/-%)	20.39	21.58	18.05	14.78
摊薄每股收益(元)	2.99	3.72	4.39	5.04
市盈率(PE)	9.02	7.25	6.14	5.35

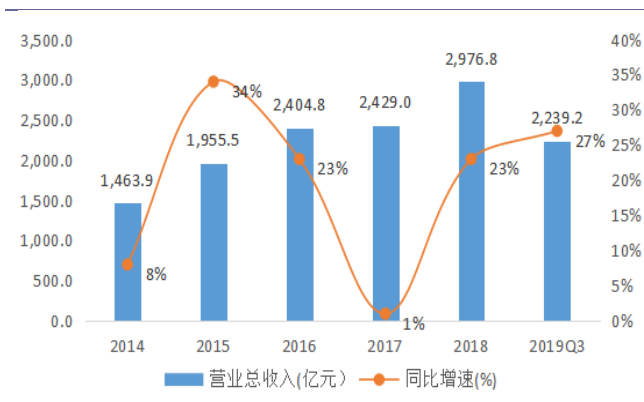
资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

事件：公司昨日披露2019年三季报，报告期内，实现营业收入845.95亿元，同比增长20.77%；实现归属于母公司净利润63.99亿元，同比增长31.64%；EPS1.631元，同比增长28.73%

一、销售和营业收入较快增长，结算毛利率略有降低

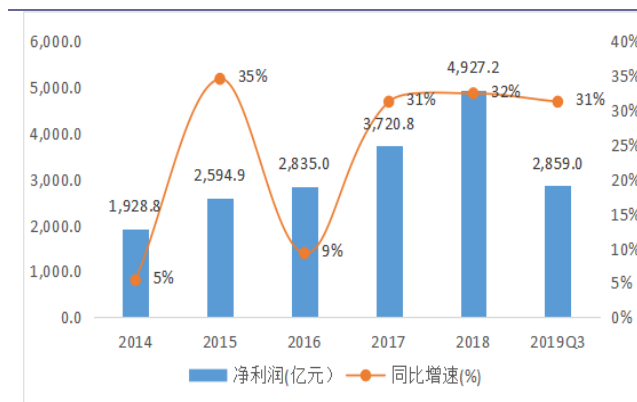
第三季度，实现营业收入845.9亿元，同比增长20.8%；实现归属于上市公司股东的净利润人民币64.0亿元，同比增长31.6%；EPS0.566元，同比增长28.58%。1-9月，本集团房地产业务的结算毛利率为27.6%，较去年同期下降0.2个百分点；实现归属于上市公司股东的净利润人民币182.4亿元，同比增长30.4%；净利率11%，下降0.8个百分点，归母净利率7.56%，上升0.6个百分点。截至报告期末，公司预收款6.96亿元，占营业收入比例为0.8%，较2018年增长174.04%，为后续业绩的持续快速增长奠定了坚实的基础。

图表 1：公司营收及增速



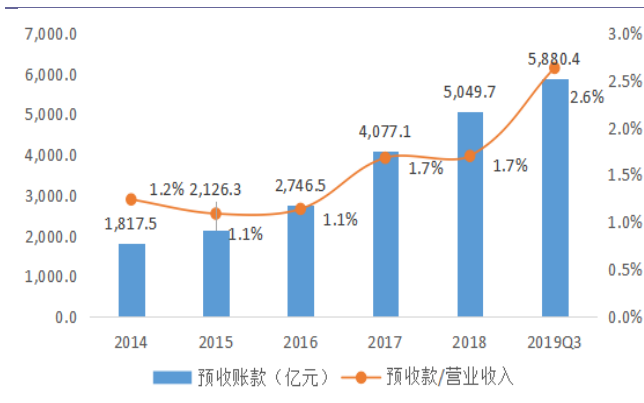
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 2：公司净利润及增速



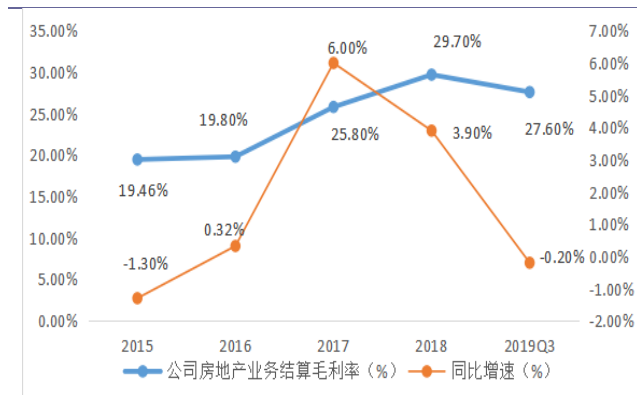
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 3：公司预收款及业绩锁定性



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 4：公司房地产业务毛利率及增速

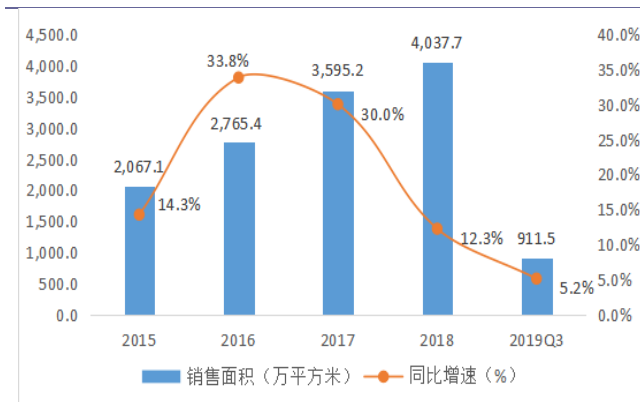


资料来源：WIND，太平洋证券整理

二、拿地依旧活跃，销售持续增长，已售未结合同金额上升可结算资源充足

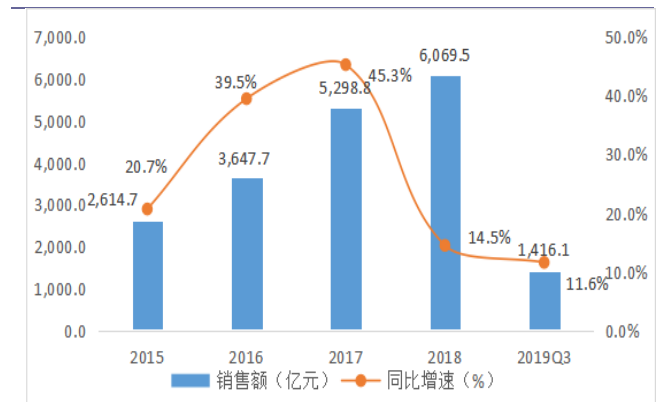
公司上半年总土储面积 1.534 亿平米，同比增长 7.27%。2019 第三季度，公司实现合同销售面积 911.5 万平方米，合同销售金额人民币 1,416.1 亿元，同比分别增长 5.2%和 11.6%。1-9 月，本集团累计实现合同销售面积 3,061.6 万平方米，合同销售金额人民币 4,756.1 亿元，同比分别增长 5.5%和 10.2%。已售未结合同金额 6362.4 亿元，较年初上升 19.9%，对应均价 1.42 万元/方，后续结算提供了充足的资源。

图表 5：公司销售面积及增速



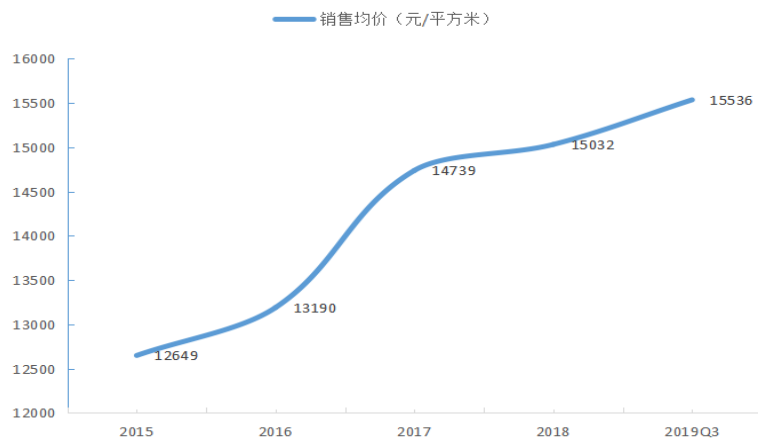
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 6：公司销售额及增速



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 7：公司销售均价

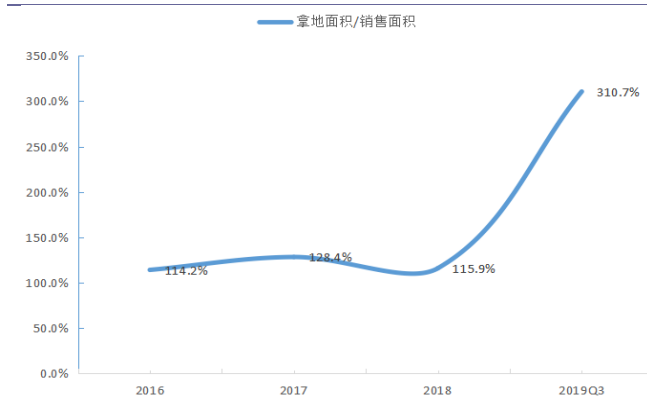


资料来源：WIND，太平洋证券整理

三、秉承稳健投资策略 长线布局一二线城市

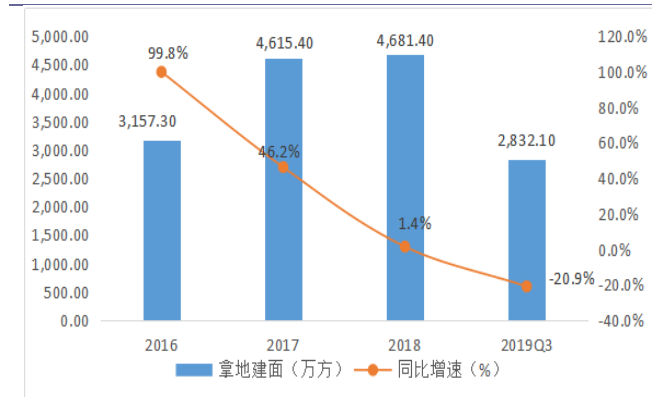
第三季度新增 62 个开发项目，总建筑面积约 1,479.0 万平方米，权益规划建筑面积约 1,155.3 万平方米；1-9 月，公司累计新增 116 个开发项目，总建筑面积约 2,832.1 万平方米。新增开发项目 81%（权益投资金融）位于一、二线城市。

图表 8：拿地面积/销售面积



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 9：公司拿地建面及增速



资料来源：WIND，太平洋证券整理

四、加强风险管控，计提存货跌价准备：

鉴于土地市场降温，房价回调趋势，本集团对个别存在风险的项目计提存货跌价准备。报告期内本集团计提存货跌价准备人民币 11.4 亿元，影响归属于上市公司股东的净利润人民币 7.8 亿元。截止 2019 年半年报，集团存货跌价准备余额达到人民币 41.4 亿元，计提跌价准备的城市包括大连、乌鲁木齐、上海等地。

图表 10：存货跌价准备

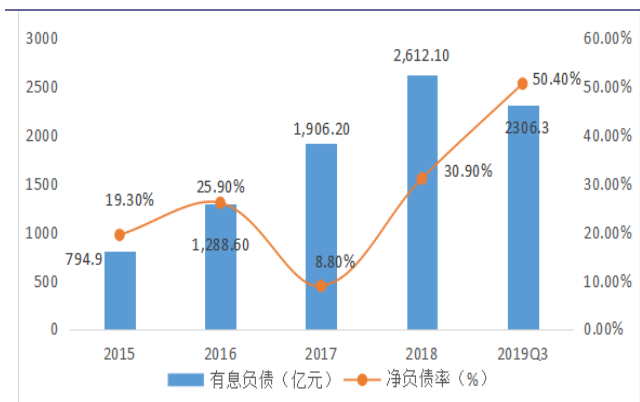
	期初账面余额	本期计提额	本期减少额 (转销转出)	期末账面余额
大连海港城	353,966,054.46	-	4,508,391.35	349,457,663.11
抚顺金域蓝湾	81,187,790.53	-	19,002,865.69	62,184,924.84
南充金润华府	181,693,322.52	-	63,761,867.35	117,931,455.17
宁波万科城 (注1)：	240,247,658.40		226,534,166.36	13,713,492.04
温州龙湾花园	12,519,589.52	-	12,519,589.52	-
乌鲁木齐南山郡	208,377,886.86	-	-	208,377,886.86
烟台海云台	89,518,964.36	-	26,295,380.52	63,223,583.84
营口海港城	67,720,367.03	-	-	67,720,367.03
镇江蓝山花园	131,744,161.96	-	2,361,909.73	129,382,252.23
上海天际	406,811,598.70	-	-	406,811,598.70
上海金域澜湾鹭语墅	249,279,510.65	-	-	249,279,510.65
成都君逸	289,785,586.53	-	-	289,785,586.53
合计	2,312,852,491.52		354,984,170.52	1,957,868,321.00

证券整理

五、流管理进一步加强，负债结构持续优化

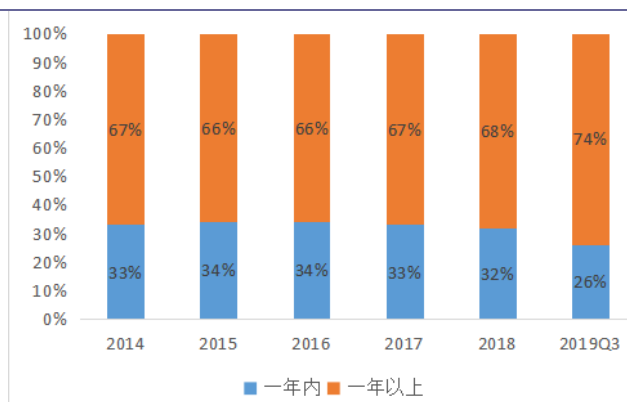
截至 2019 年 9 月，公司财务、资金状况稳健，持有货币资金 1072.4 亿元，实现全额覆盖短期借款和一年内到期长期负债的总和 590.8 亿，覆盖一年内有息负债 1.82 倍。1)净负债率 50.4%：公司三季报有息负债金额 2306.3 亿元，净负债率 50.4%，比去年同期的 51.2%有所下降，但比中报有所提升；从债务期限结构来看，公司短期债务占比 27%，长期债务占比 73%，短期占比占比下降，债务结构进一步优化。

图表 11：公司有息负债及净负债率



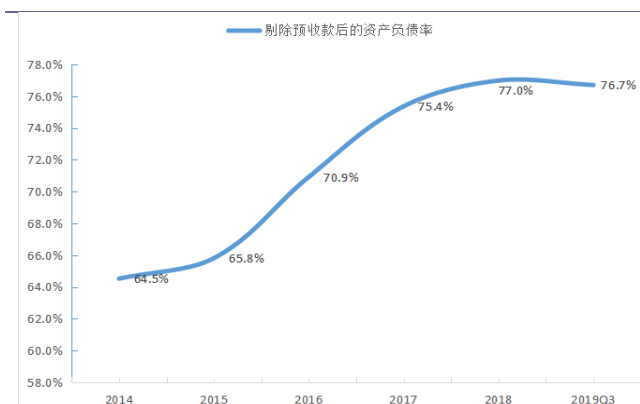
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 12：有息负债结构



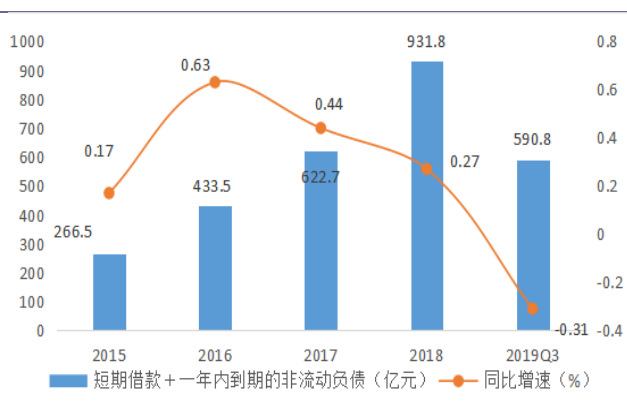
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 13：剔除预收款后资产负债率



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 14：一年内有息负债及增速



资料来源：WIND，太平洋证券整理

六、巩固住宅开发优势，积极发展新业务板块

包括物业服务、租赁住宅、商业开发与运营、物流仓储服务、标准办公与产业园、冰雪度假等业务租赁住宅业务累计开业约 9.8 万间。三季度物流仓储服务业务新获取项目 4 个，总建筑面积（指可租赁物业的建筑面积）约 27 万平方米。截至 9 月底，物流仓储服务业务总建筑面积约 998 万平方米。

七、 物业品牌建设取得显著成绩

报告期内，万科物业品牌价值位列中国指数研究院“2019 物业服务品牌价值研究成果榜”第一名，同时荣获“2019 中国物业服务专业化运营领先品牌企业”、“2019 中国物业服务品质领先品牌企业”和“2019 中国物业服务平台领先品牌”多项大奖，以及“2019 最具开发商影响力物业品牌”称号。作为商业开发与运营平台的印力集团在 2019 中国房地产品牌价值研究成果发布会上荣获“2019 中国商业地产领先品牌”称号。

风险提示：政策调控超预期，公司销售不及预期。

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	174,121	188,417	414,365	327,022	517,423	营业收入	242,897	297,679	369,777	454,197	547,126
应收账款	164,682	1,586	162,759	39,106	204,061	营业成本	160,080	186,104	234,809	291,595	358,368
预付账款	73,017	75,951	80,588	97,609	101,485	营业税金及附加	19,722	23,176	12,572	15,443	18,602
存货	598,088	750,303	697,684	1,084,284	906,647	营业费用	6,262	7,868	22,187	27,252	32,828
其他	7,645	278,815	266,911	266,911	266,911	管理费用	8,866	10,341	19,228	23,618	28,451
流动资产合计	1,017,553	1,295,072	1,622,307	1,814,933	1,996,527	财务费用	2,075	5,999	3,913	5,412	4,596
长期股权投资	81,224	129,528	177,831	179,097	180,476	资产减值损失	1,319	2,354	0	0	0
固定资产	7,099	11,534	12,476	13,211	13,726	公允价值变动收益	0.00	86.63	1.28	2.65	2.76
在建工程	1,022	1,913	2,048	1,829	1,577	投资净收益	6,244.56	6,787.93	(150.00)	(100.00)	(100.00)
无形资产	1,438	4,953	4,521	4,089	3,657	其他	(12,484)	(12,535)	297.44	194.70	194.48
其他	57,011	85,580	85,438	84,745	84,053	营业利润	50,813	67,499	76,920	90,781	104,185
非流动资产合计	147,794	233,508	282,313	282,971	283,489	营业外收入	723	474	80	80	80
资产总计	1,165,347	1,528,579	1,904,621	2,097,904	2,280,016	营业外支出	394	513	200	200	200
短期借款	16,109	10,102	11,000	55,899	14,000	利润总额	51,142	67,460	76,800	90,661	104,065
应付账款	356,326	225,514	394,127	488,767	596,302	所得税	13,934	18,188	16,896	19,945	22,894
其他	474,920	886,298	1,053,884	924,381	1,124,371	净利润	37,208	49,272	59,904	70,716	81,171
流动负债合计	847,355	1,121,914	1,459,010	1,469,046	1,734,673	少数股东损益	9,157	15,500	18,844	22,245	25,534
长期借款	96,029	120,929	120,000	256,817	120,000	归属于母公司净利润	28,052	33,773	41,060	48,470	55,637
应付债券	32,323	47,095	47,095	47,095	47,095	每股收益(元)	2.48	2.99	3.72	4.39	5.04
其他	2,966	3,020	3,020	3,020	3,020	主要财务比率					
非流动负债合计	131,318	171,045	170,116	306,933	170,116	成长能力	2017	2018	2019E	2020E	2021E
负债合计	978,673	1,292,959	1,629,126	1,775,979	1,904,789	营业收入	1.01%	22.55%	24.22%	22.83%	20.46%
少数股东权益	53,999	79,857	98,701	120,946	146,480	营业利润	30.21%	32.84%	13.96%	18.02%	14.77%
股本	11,039	11,039	11,039	11,039	11,039	归母净利润	33.44%	20.39%	21.58%	18.05%	14.78%
资本公积	8,329	8,006	8,506	8,456	8,406	获利能力					
留存收益	113,072	139,118	159,648	183,883	211,702	毛利率	34.10%	37.48%	36.50%	35.80%	34.50%
其他	235	(2,399)	(2,399)	(2,399)	(2,399)	净利率	11.55%	11.35%	11.10%	10.67%	10.17%
股东权益合计	186,674	235,621	275,495	321,925	375,227	ROE	21.14%	21.68%	23.22%	24.12%	24.32%
负债和股东权益总计	1,165,347	1,528,579	1,904,621	2,097,904	2,280,016	ROIC	23.34%	36.67%	31.98%	32.48%	25.01%
						偿债能力					
现金流量表(百万)						资产负债率	83.98%	84.59%	85.54%	84.65%	83.54%
净利润	37,208	49,272	41,060	48,470	55,637	净负债率	242.72%	260.56%	311.19%	300.5%	271.85%
折旧摊销	1,929	2,922	855	916	968	流动比率	1.20	1.15	1.11	1.24	1.15
财务费用	2,075	5,999	3,913	5,412	4,596	速动比率	0.50	0.49	0.63	0.50	0.63
投资损失	(6,245)	(6,788)	150	100	100	营运能力					
营运资金变动	43,389	523,926	224,805	(313,489)	317,675	应收账款周转率	1.78	3.58	4.50	4.50	4.50
其它	3,965	(541,713)	18,845	22,248	25,537	存货周转率	0.46	0.44	0.51	0.51	0.55
经营活动现金流	82,323	33,618	289,628	(236,343)	404,513	总资产周转率	0.24	0.22	0.22	0.23	0.25
资本支出	22,078	59,076	49,803	2,266	2,179	每股指标(元)					
长期投资	19,522	48,303	48,303	1,266	1,379	每股收益	2.48	2.99	3.72	4.39	5.04
其他	(93,213)	(174,744)	(137,361)	(6,551)	(6,490)	每股经营现金流	7.28	2.97	25.63	-20.91	35.79
投资活动现金流	(51,613)	(67,364)	(39,254)	(3,019)	(2,932)	每股净资产	11.74	13.78	16.02	18.21	20.72
债权融资	190,624	247,219	247,188	428,903	250,188	估值比率					
股权融资	(2,176)	(8,503)	(3,413)	(5,462)	(4,646)	市盈率	10.86	9.02	7.25	6.14	5.35
其他	(133,184)	(193,918)	(268,202)	(271,423)	(456,722)	市净率	2.30	1.96	1.68	1.48	1.30
筹资活动现金流	55,265	44,798	(24,427)	152,019	(211,180)	EV/EBITDA	6.58	3.97	1.76	4.49	0.85
汇率变动影响	0	0	0	0	0	EV/EBIT	6.74	4.07	1.78	4.53	0.86
现金净增加额	85,974	11,051	225,948	(87,343)	190,401						

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。