

# 万科 A (000002)

证券研究报告

2018年03月07日

## 累计销售额增 20%，积极拓展土地，收购杭钢资产包

### 事件

公司发布 18 年 2 月销售及新增项目情况简报，2018 年 2 月份，公司实现合同销售面积 240.2 万平方米，合同销售金额 356.0 亿元；2018 年 1~2 月份公司累计实现合同销售面积 684.5 万平方米，同比去年增长 16.3%，合同销售金额 1,035.8 亿元，同比去年增长 19.6%。

### 已认购未签约面积逐渐消化，销售均价略有上升

2018 年 2 月单月来看，公司销售面积同比增加 1.87%，基本持平，销售金额同比减少 7.56%，认购量下降超过签约，主要是受春节假期影响，但由于 17 年年底认购转化为签约速度变慢，累积了部分已认购未签约，体现在签约下降的幅度较少。1~2 月份累计来看，公司实现合同销售面积 684.5 万平方米，同比去年增长 16.3%，合同销售金额 1,035.8 亿元，同比去年增长 19.6%，增长相对平稳。从销售均价来看，18 年 1-2 月销售均价为 1.51 万/平米，保持逐年稳定小幅增长的趋势，由于供给端约束较强，预期在 18 年销售规模下降的大环境中，销售均价将维持较平稳。

### 18 年或加大拿地力度，杭钢资产包合作落地

公司 2018 年 1-2 月累计新增项目 36 个，累计新增计容建面 692 万方，拿地面积相比去年同期增长 8.8%，拿地销售面积比为 1.01，拿地略高于销售，2018 年 1-2 月拿地楼面价平均 4400 元/平方米，相比去年有所下降，严控土地获取成本。18 年在土地溢价率收窄的预期之下，公司或加大拿地力度，土储规模增加，为未来推盘量奠定基础。3 月 2 日，万科与杭钢集团签约资产包合作，拟收购杭钢位于杭州、嘉兴、台州、马鞍山、诸暨共 5 个城市的资源，包括 8 个项目，主要位于长三角，交易总价 17.8 亿元，积极拓展多渠道拿地。

### 投资建议

万科 18 年 1-2 月销售面积同比增加 16%，按照 17 年全国商品住宅销售面积 144789 万方计算，公司市占率不到 2.5%，地产行业集中度加速提升，作为行业的龙头，公司坚持快周转、坚持做大众住宅，差别化调控的基调下，公司市占率上升空间仍然很大。我们认为万科财务健康、市场地位稳固、业绩增长持续性强，值得看好公司在 2018 年的业绩增长。我们预计公司 17-19 年的 EPS 为 2.53、3.28、4.16 元，PE 对应当前股价为 13X、10X、7.9X，维持“买入”评级，6 个月目标价维持 42.64 元，对应 18 年 PE 为 13 倍。

**风险提示：**房地产销售低于预期，调控政策持续

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	313,606.36	402,451.05	524,313.23
增长率(%)	33.58	22.98	30.41	28.33	30.28
EBITDA(百万元)	34,220.08	41,764.48	53,548.00	67,876.83	85,271.10
净利润(百万元)	18,119.41	21,022.61	27,970.80	36,162.70	45,910.06
增长率(%)	15.08	16.02	33.05	29.29	26.95
EPS(元/股)	1.64	1.90	2.53	3.28	4.16
市盈率(P/E)	20.04	17.28	12.98	10.04	7.91
市净率(P/B)	3.63	3.20	2.80	2.41	2.04
市销率(P/S)	1.86	1.51	1.16	0.90	0.69
EV/EBITDA	9.01	6.66	7.74	6.18	4.76

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	房地产/房地产开发
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	32.90 元
目标价格	42.64 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)	319,926.07
流通 A 股市值(百万元)	319,431.53
每股净资产(元)	10.54
资产负债率(%)	83.53
一年内最高/最低(元)	42.24/18.32

### 作者

陈天诚	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517110001	
chentiancheng@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

- 《万科 A-公司深度研究:龙头亦能起舞、经营优秀促稳健增长》2018-02-13
- 《万科 A-公司点评:全年销售稳定增长收关、城市配套服务商继续深化》2018-01-04
- 《万科 A-首次覆盖报告:新董事、新面貌、大踏步走向前》2017-11-02

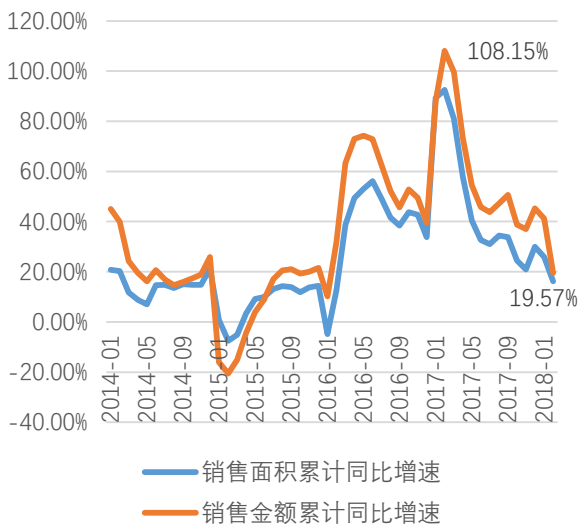
## 1. 事件

公司发布 18 年 2 月销售及新增项目情况简报,2018 年 2 月份,公司实现合同销售面积 240.2 万平方米,合同销售金额 356.0 亿元;2018 年 1~2 月份公司累计实现合同销售面积 684.5 万平方米,合同销售金额 1,035.8 亿元。

## 2. 已认购未签约面积逐渐消化,销售均价略有上升

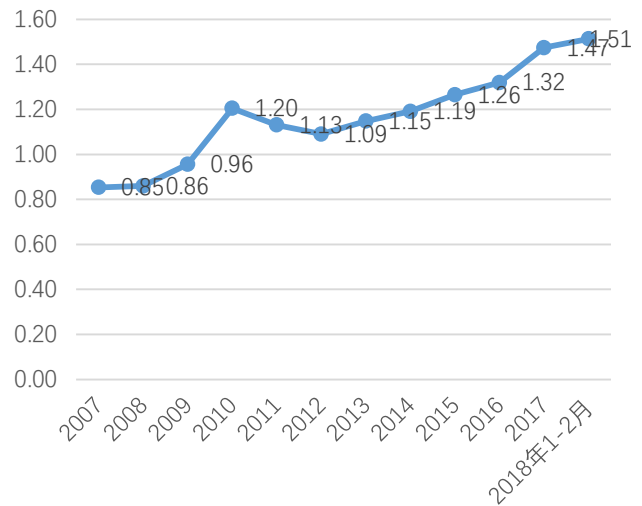
2018 年 2 月单月来看,公司销售面积同比增加 1.87%,基本持平,销售金额同比减少 7.56%,认购量下降超过签约,主要是受春节假期影响,但由于 17 年年底认购转化为签约速度变慢,累积了部分已认购未签约,体现在签约下降的幅度较少。1~2 月份累计来看,公司实现合同销售面积 684.5 万平方米,同比去年增长 16.3%,合同销售金额 1,035.8 亿元,同比去年增长 19.6%,增长相对平稳。从销售均价来看,18 年 1-2 月销售均价为 1.51 万/平米,保持逐年稳定小幅增长的趋势,由于供给端约束较强,预期在 18 年销售规模下降的大环境中,销售均价将维持较平稳。

图 1: 销售面积及销售金额同比增速



资料来源:公司公告,天风证券研究所

图 2: 销售均价 (万元/平方米)



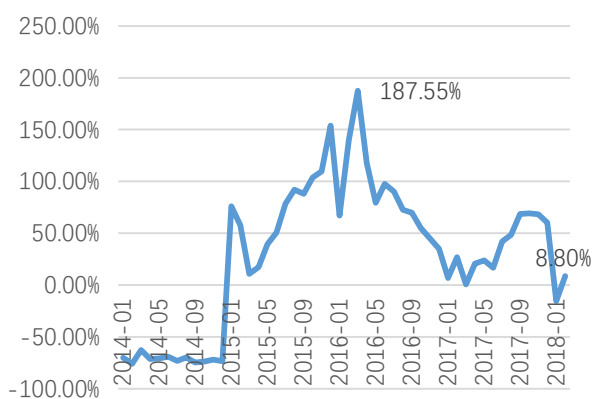
资料来源:公司公告,天风证券研究所

## 3. 18 年或加大拿地力度,杭钢资产包合作落定

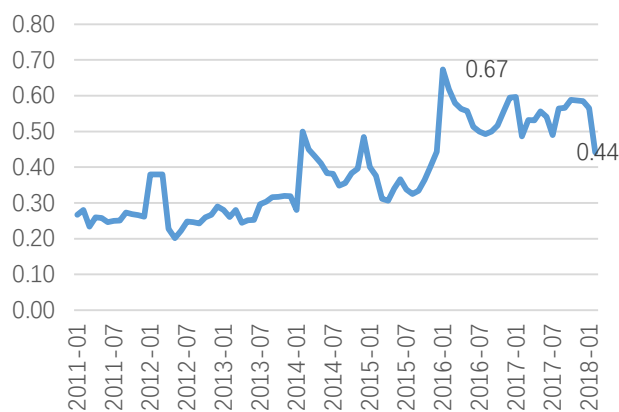
公司 2018 年 1-2 月累计新增项目 36 个,累计新增计容建面 692 万方,拿地面积相比去年同期增长 8.8%,拿地销售面积比为 1.01,拿地略高于销售,2018 年 1-2 月拿地楼面价平均 4400 元/平方米,相比去年有所下降,严控土地获取成本。18 年在土地溢价率收窄的预期之下,公司或加大拿地力度,土储规模增加,为未来推盘量奠定基础。3 月 2 日,万科与杭钢集团签约资产包合作,拟收购杭钢位于杭州、嘉兴、台州、马鞍山、诸暨共 5 个城市的资源,包括 8 个项目,主要位于长三角,交易总价 17.8 亿元,积极拓展多渠道拿地。

图 3: 累计新增计容建面同比增速

图 4: 累计拿地楼面价 (万元/平方米)



资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

#### 4. 投资建议

万科 18 年 1-2 月销售面积同比增加 16%，按照 17 年全国商品住宅销售面积 144789 万方计算，公司市占率不到 2.5%，地产行业集中度加速提升，作为行业的龙头，公司坚持快周转、坚持做大众住宅，差别化调控的基调下，公司市占率上升空间仍然很大。我们认为万科财务健康、市场地位稳固、业绩增长持续性强，值得看好公司在 2018 年的业绩增长。我们预计公司 17-19 年的 EPS 为 2.53、3.28、4.16 元，PE 对应当前股价为 13X、10X、7.9X，维持“买入”评级，6 个月目标价维持 42.64 元，对应 18 年 PE 为 13 倍。

## 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	113,494.14	145,647.03	189,748.96
应收账款	77,996.30	107,510.26	105,340.18	177,564.45	198,732.12
预付账款	39,646.97	50,262.54	64,318.50	83,235.87	111,371.53
存货	368,121.93	467,361.34	617,083.83	763,877.97	982,559.72
其他	8,078.80	9,129.17	10,042.09	9,083.35	9,418.20
<b>流动资产合计</b>	<b>547,024.38</b>	<b>721,295.43</b>	<b>910,278.73</b>	<b>1,179,408.6</b>	<b>1,491,830.5</b>
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
<b>非流动资产合计</b>	<b>64,271.19</b>	<b>109,378.79</b>	<b>113,424.89</b>	<b>123,910.84</b>	<b>133,679.05</b>
<b>资产总计</b>	<b>611,295.57</b>	<b>830,674.21</b>	<b>1,023,703.6</b>	<b>1,303,319.5</b>	<b>1,625,509.5</b>
短期借款	1,900.09	16,576.59	40,255.74	59,218.11	76,589.31
应付账款	153,796.68	244,627.82	280,957.36	374,206.85	500,817.20
其他	264,365.06	318,794.08	430,268.46	554,253.77	687,175.83
<b>流动负债合计</b>	<b>420,061.83</b>	<b>579,998.49</b>	<b>751,481.56</b>	<b>987,678.73</b>	<b>1,264,582.3</b>
长期借款	33,828.58	56,406.06	58,869.30	70,012.70	67,002.92
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
<b>非流动负债合计</b>	<b>54,924.12</b>	<b>88,999.16</b>	<b>84,458.60</b>	<b>93,059.97</b>	<b>94,079.47</b>
<b>负债合计</b>	<b>474,985.95</b>	<b>668,997.64</b>	<b>835,940.16</b>	<b>1,080,738.7</b>	<b>1,358,661.8</b>
少数股东权益	36,126.10	48,231.80	58,281.10	71,867.61	89,196.43
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	118,443.21	139,674.05	166,612.18
其他	(7,884.34)	(7,871.96)	(8,334.67)	(8,404.39)	(8,477.60)
<b>股东权益合计</b>	<b>136,309.62</b>	<b>161,676.57</b>	<b>187,763.47</b>	<b>222,580.82</b>	<b>266,847.77</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>611,295.57</b>	<b>830,674.21</b>	<b>1,023,703.6</b>	<b>1,303,319.5</b>	<b>1,625,509.5</b>

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	25,949.44	28,350.26	27,970.80	36,162.70	45,910.06
折旧摊销	715.81	1,148.63	734.73	750.20	575.62
财务费用	477.74	1,592.07	2,003.11	2,247.63	2,401.26
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	(9,953.97)	(21,607.99)	(9,127.83)
其它	(494.80)	(1,853.71)	10,049.30	13,586.51	17,328.82
<b>经营活动现金流</b>	<b>16,046.02</b>	<b>39,566.13</b>	<b>24,285.97</b>	<b>25,173.14</b>	<b>50,945.98</b>
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)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(20,947.48)</b>	<b>(43,389.05)</b>	<b>(416.83)</b>	<b>(4,750.14)</b>	<b>(3,834.28)</b>
债权融资	79,490.89	128,864.32	145,393.51	174,302.90	192,666.31
股权融资	(1,053.79)	(1,405.24)	(2,333.02)	(2,177.91)	(2,328.05)
其他	(83,541.01)	(96,162.44)	(140,467.61)	(160,395.10)	(193,348.04)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(5,103.91)</b>	<b>31,296.65</b>	<b>2,592.88</b>	<b>11,729.90</b>	<b>(3,009.79)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(10,005.37)</b>	<b>27,473.73</b>	<b>26,462.03</b>	<b>32,152.89</b>	<b>44,101.92</b>

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
<b>营业收入</b>	<b>195,549.13</b>	<b>240,477.24</b>	<b>313,606.36</b>	<b>402,451.05</b>	<b>524,313.23</b>
营业成本	138,150.63	169,742.40	222,548.66	286,592.15	374,389.26
营业税金及附加	17,980.43	21,978.75	28,600.90	36,743.78	47,764.93
营业费用	4,138.27	5,160.72	6,648.45	8,451.47	11,115.44
管理费用	4,745.25	6,800.56	8,686.90	8,813.68	11,587.32
财务费用	477.74	1,592.07	2,003.11	2,247.63	2,401.26
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)
<b>营业利润</b>	<b>33,122.78</b>	<b>39,023.78</b>	<b>50,810.16</b>	<b>64,879.00</b>	<b>82,294.22</b>
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
<b>利润总额</b>	<b>33,802.62</b>	<b>39,253.61</b>	<b>51,566.65</b>	<b>65,718.91</b>	<b>82,622.00</b>
所得税	7,853.18	10,903.36	13,546.56	15,969.69	19,383.12
<b>净利润</b>	<b>25,949.44</b>	<b>28,350.26</b>	<b>38,020.09</b>	<b>49,749.21</b>	<b>63,238.88</b>
少数股东损益	7,830.03	7,327.65	10,049.30	13,586.51	17,328.82
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>18,119.41</b>	<b>21,022.61</b>	<b>27,970.80</b>	<b>36,162.70</b>	<b>45,910.06</b>
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
<b>成长能力</b>					
营业收入	33.58%	22.98%	30.41%	28.33%	30.28%
营业利润	32.60%	17.82%	30.20%	27.69%	26.84%
归属于母公司净利润	15.08%	16.02%	33.05%	29.29%	26.95%
<b>获利能力</b>					
毛利率	29.35%	29.41%	29.04%	28.79%	28.59%
净利率	9.27%	8.74%	8.92%	8.99%	8.76%
ROE	18.09%	18.53%	21.60%	23.99%	25.84%
ROIC	25.04%	21.16%	23.62%	28.14%	31.30%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	77.70%	80.54%	81.66%	82.92%	83.58%
净负债率	191.34%	211.73%	241.31%	259.26%	285.10%
流动比率	1.30	1.24	1.21	1.19	1.18
速动比率	0.43	0.44	0.39	0.42	0.40
<b>营运能力</b>					
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	0.58	0.60
总资产周转率	0.35	0.33	0.34	0.35	0.36
<b>每股指标(元)</b>					
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	2.20	2.28	4.62
每股净资产	9.08	10.28	11.73	13.65	16.09
<b>估值比率</b>					
市盈率	20.04	17.28	12.98	10.04	7.91
市净率	3.63	3.20	2.80	2.41	2.04
EV/EBITDA	9.01	6.66	7.74	6.18	4.76
EV/EBIT	9.18	6.85	7.84	6.25	4.79

### 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