

万科 A (000002)

证券研究报告

2018年04月10日

高基数下增长超预期，股东多元有利于发挥治理优势

事件

2018年3月份公司实现合同销售面积363.7万平方米，同比下降8.96%，合同销售金额506.8亿元，同比下降20.36%；2018年1~3月份公司累计实现合同销售面积1,048.2万平方米，同比增加6.07%，合同销售金额1,542.6亿元，同比增加2.66%。

一季度销售破千亿，累计销售金额微增

2018年3月单月来看，公司销售面积下降8.96%，估计是由于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，因此一季度单月销售面积和销售金额增速持续下降，一季度累计来看，累计实现合同销售面积1,048.2万平方米，同比增加6.07%，合同销售金额1,542.6亿元，同比增加2.66%，一季度销售金额破千亿，超过去年4个月销售破千亿的记录。从销售均价来看，18年一季度销售均价为1.47万/平米，与17年销售均价持平，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。

一季度拿地同比增加，物流地产项目累计获取数达70个

2018年一季度累计新增项目62个，去年同期新增项目44个，累计新增计容建面932.9万方，相比去年同期增长14.58%，拿地销售面积比为0.89，如考虑杭钢资产包，将在此基础上增加8个项目，主要位于杭州、嘉兴等长三角城市。2018年一季度拿地楼面价平均0.47万元/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。物流地产方面，累计获取项目已达70个，累计获取建面近530万方，18年一季度新增建面109.5万方，超过去年全年的40%，物流地产业务发展进一步加速。

投资建议

一季度销售在高基数下增长符合预期，根据公司公告，宝能资管产品所持股份将以大宗交易或协议转让的方式处置，多元分散的股东结构将更有利于公司发挥管理层治理优势，公司新时期的定位为城乡建设与生活服务商，做美好生活场景师、实体经济生力军、创新探索试验田及和谐生态建设者。作为行业的龙头，公司市占率仍有较大提升空间，业绩增长持续性强，财务稳健，我们看好公司未来更有质量的发展以及培育的新动能业务。我们预计公司18-20年的EPS为3.39、4.32、5.31元，PE对应当前股价为9.32X、7.32X、5.95X，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：加息超预期，政策调控升级。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	240,477.24	242,897.11	316,762.12	406,500.83	517,394.26
增长率(%)	22.98	1.01	30.41	28.33	27.28
EBITDA(百万元)	41,764.48	54,822.13	71,352.49	88,378.69	106,694.34
净利润(百万元)	21,022.61	28,051.81	37,442.54	47,671.56	58,662.88
增长率(%)	16.02	33.44	33.48	27.32	23.06
EPS(元/股)	1.90	2.54	3.39	4.32	5.31
市盈率(P/E)	16.60	12.44	9.32	7.32	5.95
市净率(P/B)	3.08	2.63	2.26	1.91	1.61
市销率(P/S)	1.45	1.44	1.10	0.86	0.67
EV/EBITDA	6.66	6.50	5.46	3.99	3.31

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	31.62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)	9,715.17
A股总市值(百万元)	307,479.09
流通A股市值(百万元)	307,193.68
每股净资产(元)	12.02
资产负债率(%)	83.98
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-年报点评报告:17年报点评:市占率持续提升、负债率极低、ROE未降反升》2018-03-27
- 《万科A-公司点评:累计销售额增20%，积极拓展土地，收购杭钢资产包》2018-03-07
- 《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



1. 事件

2018年3月份公司实现合同销售面积363.7万平方米,同比下降8.96%,合同销售金额506.8亿元,同比下降20.36%;2018年1~3月份公司累计实现合同销售面积1,048.2万平方米,同比增加6.07%,合同销售金额1,542.6亿元,同比增加2.66%。

2. 一季度销售破千亿, 累计销售金额微增

2018年3月单月来看,公司销售面积下降8.96%,估计是由于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,因此一季度单月销售面积和销售金额增速持续下降,一季度累计来看,累计实现合同销售面积1,048.2万平方米,同比增加6.07%,合同销售金额1,542.6亿元,同比增加2.66%,一季度销售金额破千亿,超过去年4个月销售破千亿的记录。从销售均价来看,18年一季度销售均价为1.47万/平米,与17年销售均价持平,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。

3. 一季度拿地同比增加, 物流地产项目累计获取数达70个

2018年一季度累计新增项目62个,去年同期新增项目44个,累计新增计容建面932.9万方,相比去年同期增长14.58%,拿地销售面积比为0.89,如考虑杭钢资产包,将在此基础上增加8个项目,主要位于杭州、嘉兴等长三角城市。2018年一季度拿地楼面价平均0.47万元/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。物流地产方面,累计获取项目已达70个,累计获取建面近530万方,18年一季度新增建面109.5万方,超过去年全年的40%,物流地产业务发展进一步加速。

4. 投资建议

一季度销售在高基数下增长符合预期,根据公司公告,宝能资管产品所持股份将以大宗交易或协议转让的方式处置,多元分散的股东结构将更有利于公司发挥管理层治理优势,公司新时代的定位为城乡建设与生活服务商,做美好生活场景师、实体经济生力军、创新探索试验田及和谐生态建设者。作为行业的龙头,公司市占率仍有较大提升空间,业绩增长持续性强,财务稳健,我们看好公司未来更有质量的发展以及培育的新动能业务。我们预计公司18-20年的EPS为3.39、4.32、5.31元,PE对应当前股价为9.32X、7.32X、5.95X,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。

5. 风险提示

加息超预期,政策调控升级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	87,032.12	174,121.01	114,636.21	147,112.65	187,244.98
应收账款	107,510.26	164,682.50	50,309.81	235,441.63	135,889.24
预付账款	50,262.54	73,017.11	35,280.28	104,534.92	75,667.65
存货	467,361.34	598,087.66	426,886.21	881,644.62	735,521.83
其他	9,129.17	7,644.56	10,042.09	9,083.35	9,418.20
流动资产合计	721,295.43	1,017,552.8	637,154.59	1,377,817.1	1,143,741.9
长期股权投资	61,701.99	81,224.31	85,879.21	95,341.54	100,774.51
固定资产	6,810.79	7,098.81	6,853.27	6,583.73	6,291.19
在建工程	765.31	1,022.41	1,082.41	1,162.41	1,212.41
无形资产	1,260.36	1,437.50	557.54	11.59	7.72
其他	38,840.33	57,011.06	50,125.81	56,394.19	61,058.84
非流动资产合计	109,378.79	147,794.09	144,498.24	159,493.45	169,344.68
资产总计	830,674.21	1,165,346.9	781,652.83	1,537,310.6	1,313,086.5
短期借款	16,576.59	16,108.86	66,301.60	77,972.57	97,935.63
应付账款	244,627.82	356,326.21	140,435.73	480,365.35	329,889.46
其他	318,794.08	474,920.37	302,013.96	688,409.24	534,125.72
流动负债合计	579,998.49	847,355.43	508,751.30	1,246,747.1	961,950.81
长期借款	56,406.06	96,029.04	25,671.91	0.00	0.00
应付债券	29,108.38	32,322.67	22,278.81	19,902.31	23,763.16
其他	3,484.72	2,965.83	3,310.48	3,144.96	3,313.39
非流动负债合计	88,999.16	131,317.55	51,261.20	23,047.27	27,076.55
负债合计	668,997.64	978,672.98	560,012.50	1,269,794.4	989,027.37
少数股东权益	48,231.80	53,998.62	67,236.30	85,146.74	107,289.14
股本	11,039.15	11,039.15	11,039.15	11,039.15	11,039.15
资本公积	8,268.27	8,329.26	8,382.93	8,452.65	8,525.86
留存收益	102,009.31	121,401.19	143,364.88	171,330.30	205,730.92
其他	(7,871.96)	(8,094.29)	(8,382.93)	(8,452.65)	(8,525.86)
股东权益合计	161,676.57	186,673.94	221,640.33	267,516.19	324,059.21
负债和股东权益总	830,674.21	1,165,346.9	781,652.83	1,537,310.6	1,313,086.5

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	28,350.26	37,208.39	37,442.54	47,671.56	58,662.88
折旧摊销	1,148.63	1,929.04	1,231.51	925.49	376.40
财务费用	1,592.07	2,075.26	2,260.89	1,659.01	1,073.11
投资损失	(5,013.84)	(6,244.56)	(6,517.99)	(5,965.91)	(6,141.95)
营运资金变动	15,342.72	43,389.42	(33,100.17)	16,209.89	(30,875.96)
其它	(1,853.71)	3,965.29	13,237.67	17,910.45	22,142.39
经营活动现金流	39,566.13	82,322.83	14,554.45	78,410.49	45,236.88
资本支出	30,217.84	22,697.15	4,010.76	8,871.62	4,851.24
长期投资	28,198.56	19,522.32	4,654.90	9,462.33	5,432.97
其他	(101,805.46)	(93,832.70)	(12,347.77)	(27,705.53)	(14,018.44)
投资活动现金流	(43,389.05)	(51,613.23)	(3,682.11)	(9,371.57)	(3,734.22)
债权融资	128,864.32	190,624.41	138,241.98	123,044.67	147,009.71
股权融资	(1,405.24)	(2,175.59)	(2,442.20)	(1,589.29)	(999.91)
其他	(96,162.44)	(133,183.92)	(206,156.92)	(158,017.85)	(147,380.13)
筹资活动现金流	31,296.65	55,264.90	(70,357.14)	(36,562.48)	(1,370.33)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	27,473.73	85,974.50	(59,484.80)	32,476.44	40,132.33

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	240,477.24	242,897.11	316,762.12	406,500.83	517,394.26
营业成本	169,742.40	160,079.92	210,344.03	271,560.50	346,676.99
营业税金及附加	21,978.75	19,722.23	26,322.93	35,324.92	47,134.62
营业费用	5,160.72	6,261.98	6,715.36	8,536.52	10,968.76
管理费用	6,800.56	8,865.71	8,774.31	8,902.37	11,434.41
财务费用	1,592.07	2,075.26	2,260.89	1,659.01	1,073.11
资产减值损失	1,192.79	1,318.74	1,002.49	689.24	1,003.49
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5,013.84	6,244.56	6,517.99	5,965.91	6,141.95
其他	(10,027.67)	(12,484.21)	(13,035.97)	(11,931.82)	(12,283.90)
营业利润	39,023.78	50,812.92	67,860.10	85,794.19	105,244.82
营业外收入	398.31	723.29	927.47	1,001.59	584.83
营业外支出	168.48	394.25	170.98	161.68	257.05
利润总额	39,253.61	51,141.95	68,616.59	86,634.09	105,572.61
所得税	10,903.36	13,933.57	17,936.38	21,052.09	24,767.33
净利润	28,350.26	37,208.39	50,680.21	65,582.01	80,805.27
少数股东损益	7,327.65	9,156.57	13,237.67	17,910.45	22,142.39
归属于母公司净利润	21,022.61	28,051.81	37,442.54	47,671.56	58,662.88
每股收益(元)	1.90	2.54	3.39	4.32	5.31

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	22.98%	1.01%	30.41%	28.33%	27.28%
营业利润	17.82%	30.21%	33.55%	26.43%	22.67%
归属于母公司净利润	16.02%	33.44%	33.48%	27.32%	23.06%
获利能力					
毛利率	29.41%	34.10%	33.60%	33.20%	33.00%
净利率	8.74%	11.55%	11.82%	11.73%	11.34%
ROE	18.53%	21.14%	24.25%	26.14%	27.06%
ROIC	21.16%	23.34%	35.38%	33.97%	43.79%
偿债能力					
资产负债率	80.54%	83.98%	71.64%	82.60%	75.32%
净负债率	211.73%	242.72%	276.99%	114.81%	308.47%
流动比率	1.24	1.20	1.25	1.11	1.19
速动比率	0.44	0.50	0.41	0.40	0.42
营运能力					
应收账款周转率	2.59	1.78	2.95	2.85	2.79
存货周转率	0.58	0.46	0.62	0.62	0.64
总资产周转率	0.33	0.24	0.33	0.35	0.36
每股指标(元)					
每股收益	1.90	2.54	3.39	4.32	5.31
每股经营现金流	3.58	7.46	1.32	7.10	4.10
每股净资产	10.28	12.02	13.99	16.52	19.64
估值比率					
市盈率	16.60	12.44	9.32	7.32	5.95
市净率	3.08	2.63	2.26	1.91	1.61
EV/EBITDA	6.66	6.50	5.46	3.99	3.31
EV/EBIT	6.85	6.74	5.55	4.03	3.32

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com