

销售开局良好，首将租赁纳入核心业务

投资要点:

1. 事件

公司发布了2018年一季报。在2018年第一季度，公司实现营业收入308.3亿元，同比增长65.8%；公司实现归属上市公司股东的净利润8.9亿元，同比增长28.7%，扣非后归属上市公司股东的净利润为8.3亿元，同比增长22.14%；公司基本每股收益为0.081元，同比增长28.57%，符合预期。

2. 我们的分析与判断

(一) 一季度业绩可观，毛利维持高位，资金结构良好

2018年第一季度，公司实现营业收入308.3亿元，同比增长65.8%；实现归属上市公司股东的净利润8.9亿元，同比增长28.7%，可见权益净利润增速低于营收增速。本季度内，公司整体毛利率达34.2%。财务、资金状况良好。经分析，我们认为，这与公司联合合营项目的较低结算额和较高融资规模、良好的结算结构及合理的资本结构等因素关系紧密。

净利润增速低于营收增速：由于公司于本季度联合、合营项目结算较少，且其中个别项目根据当前市场情况提取了减值，体现为投资亏损，投资净收益从上年同期的2.6亿下降到-3.4亿；且由于公司本季度融资规模上升，当季利息支出及财务费用同比增幅显著，财务费用率增长1.4个百分点至3.4%。另外，由于本季度少数股东权益占比提升12.4个百分点至49.7%，导致本季度内，公司权益净利润增幅低于营业收入增幅。

毛利率维持高位：受到结算结构的影响，本季度内，公司整体毛利率同比提升4.4个百分点至34.2%，维持高位。

财务资金状况良好：本季度内，尽管公司受到普洛斯私有化交易完成及项目投资支出增加等因素影响，集中支付金额较大，但仍保持了良好的财务和资金状况。截止本季度末，公司持有货币资金947.8亿元，远高于公司短期借款和一年内有息负债的总和489.1亿元；有息负债占总资产的比例为15.8%，较2017年年底下降了0.6个百分点；有息负债中，74.7%为长期负债。

(二) 销售开局平稳，持续积累项目资源，首将租赁纳入核心业务

2018年第一季度，公司房地产业务实现合同销售面积共1048.2万平方米，合同销售金额共计1542.6亿元，相对上年，同比增长率分别为6.1%和2.7%。同时，截止本季度末，公司合并报表范围内尚有3563.6万平方米已售资源未竣工结算，合同金额增加至4944.9亿元，较上年年底分别增长20.3%和19.3%。

万科 A (000002.SZ)

推荐 维持评级

分析师

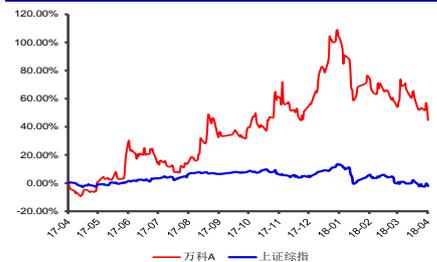
潘玮

☎: (8610) 6656 8212

✉: panwei@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511070002

相对上证指数表现图



资料来源: wind

市场数据

时间 2018.04.26

A 股收盘价(元)	28.50
A 股一年内最高价(元)	42.24
A 股一年内最低价(元)	28.26
上证指数	3075.03
市净率	1.10
总股本(百万股)	11039.15
实际流通 A 股(百万股)	9715.17
限售的流通 A 股(百万股)	9.03
流通 A 股市值(亿元)	2768.82

本季度内，公司持续拓展项目获取渠道，积累了更多项目资源。本季度新增开发项目共 49 个，总规划建筑面积 943.5 万平方米，按万科权益计算的规划建筑面积 429.9 万平方米。截至本季度末，公司规划中项目总建筑面积约 6223.1 万平方米，按万科权益计算的规划建筑面积约 3790.7 万平方米，在建项目总建筑面积约 7805.1 万平方米，按万科权益计算的建筑面积约 5010.3 万平方米。另外公司还参与了一批旧城改造项目，按当前的规划条件，此类项目中按万科权益计算的建筑面积约 278.1 万平方米。截至本季度末，公司实现新开工面积 1129.9 万平方米，同比增长 23.1%，占全年开工计划的 31.9%，相比上年同期的 31.4% 上涨了 0.5 个百分点。公司实现竣工面积 154.5 万平方米，同比增长 24.3%，占全年竣工计划的比例为 5.9%，相比于去年同期的 5.1% 上涨了 0.8 个百分点。

本季度内，公司继续巩固住宅开发和物业服务方面的固有优势，并将租赁确定为其核心业务。此战略目标下，截至上年末，公司已有 10 万套租赁资源，其中 3 万套已经开业，为新进入城市的年轻人提供了更多的住房服务资源。在此基础上，进一步地，公司结合重资产方案和轻资产方案，实施“万村计划”，将广大“城中村”进行重新改造和配套治理，作为更多住房租赁资源提供给进入城市的居民。此外，公司也积极拓展了商业开发和运营、物流仓储服务、产业城镇、冰雪度假、养老、教育等业务，在住宅开发和物业服务方面实现更加有质量的发展。

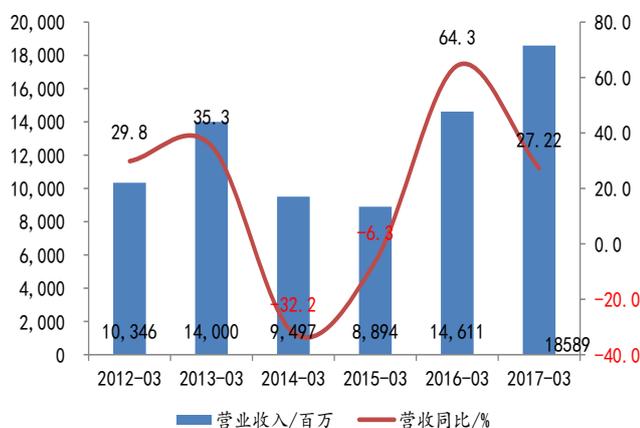
3. 投资建议

万科 A2018、2019 年的预测营业收入为 3202.2 亿元、4075.3 亿元；归母净利润为 353.4 亿元、446.8 亿元；每股收益为 3.20 元，4.05 元；当前股价为 28.50 元，对应的 2018、2019 年的市盈率分别为 8.9X，7X。公司作为我国房地产行业领先的龙头企业，住宅开发持续受益集中度不断提升，将继续保持较快增速。进一步，随着深圳地铁的介入带来“轨道+物业”的新业务模式，公司积极布局物流地产、长租公寓等地产细分领域拓展新业务模式，且随着市场高点时销售项目步入结算周期，公司的毛利率和业绩增速有望继续维持高位。因此，我们维持对公司的“推荐”评级。

4. 风险提示

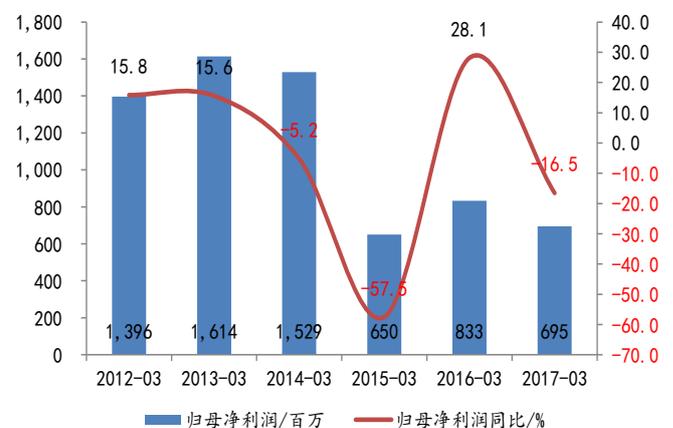
房价大幅下跌风险，棚改不及预期风险等。

图 1: 营业收入及同比增速



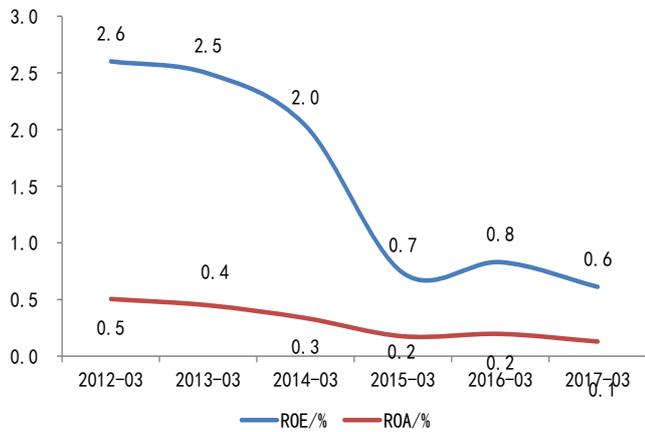
资料来源: wind, 中国银河证券研究部

图 2: 归母净利润及同比增速



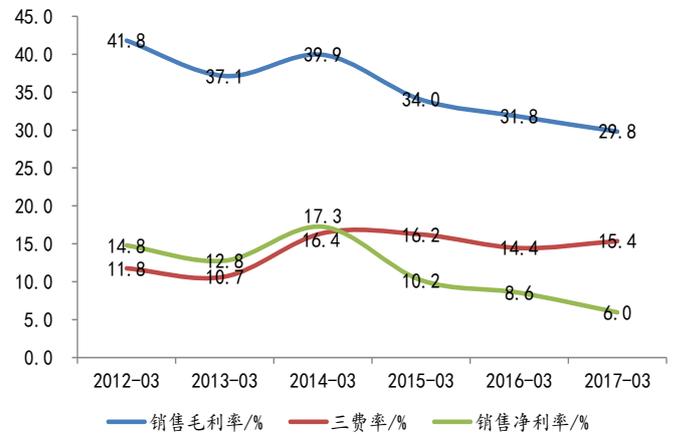
资料来源: wind, 中国银河证券研究部

图 3: 万科 A ROE 及 ROA 历年变化



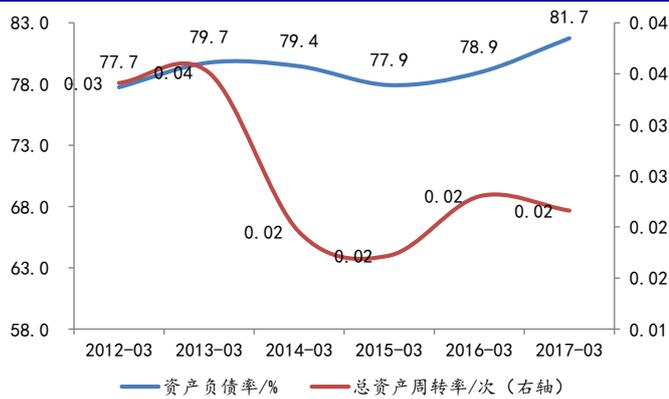
资料来源: wind, 中国银河证券研究部

图 4: 万科 A 销售毛利率、三费率及销售净利率



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

图 5: 万科 A 资产负债率及总资产周转率



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

潘玮，房地产及煤炭行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn