

万科 A (000002)

证券研究报告

2018年05月02日

一季度业绩靓丽，销售市占率进一步提升

事件

2018年一季度公司实现营业收入308.3亿元，同比增长65.8%；实现归属于上市公司股东的净利润8.9亿元，同比增长28.7%；EPS 0.081元，同比增长28.57%。

收入、净利润大增，业绩锁定度较高

一季度营收增幅大于净利润增幅，主要由于：1) 联营、合营公司的项目结算较少，且由于会计政策变更，部分项目计提了减值，体现为投资亏损；2) 融资规模上升，一季度利息支出及财务费用同比有较大幅度增加，财务费用同比增长181.24%。截止一季度末，公司合同负债4793.6亿元，主要为预售房款，对未来收入的确认锁定度较高。根据一季报，公司合并报表范围内尚有3,563.6万平方米已售资源未竣工结算，合同金额增至4,944.9亿元，较2017年底分别增长20.3%和19.3%。

毛利率维持高位，会计政策变更利好业绩

公司一季度毛利率及净利率分别为34.17%及5.77%，较去年同期分别增加4.37及-0.2个百分点，毛利率维持高位。根据公告，按照财政部修订后的会计准则要求，公司从2018年起执行新的收入准则及金融工具准则。执行五项新会计准则将使得公司需调整2018年年初留存收益和其他综合收益，2018年年初留存收益增加25.97亿元，少数股东权益增加4.94亿元，其他综合收益减少189.61万元。本次执行后公司期初留存收益增加占2017年归母净利润280.52亿元的比值为9.3%，由于公司全款客户占比不小，执行新的收入准则预计可在一定程度上提升业绩。

市占率进一步提升，坚持审慎投资，新开工稳步增长，租赁住宅升级为核心业务

公司一季度实现合同销售面积1,048.2万平方米，根据统计局数据，18年一季度全国商品房销售面积30088万方，万科市占率3.5%，较17年底2.1%进一步提升。根据一季报，18年Q1公司新增加开发项目总规划建面约943.5万方，截至一季度末，公司总土储建面约为1.4亿方；18年Q1实现新开工面积1,129.9万方，同比增长23.1%，占全年开工计划的31.9%。根据一季报，公司已将租赁住宅确定为核心业务，践行“城乡建设与生活服务商”战略，围绕人民日益增长的美好生活需要，持续探索完成各项业务规划的升级与落地，实现有质量的发展。

投资建议

公司一季度市占率3.5%，较17年底2.1%进一步提升。由于一季度是传统销售及结算淡季，预计二季度公司销售及业绩增长将提速。公司践行“城乡建设与生活服务商”战略，围绕人民日益增长的美好生活需要，持续探索完成各业务规划的升级落地，实现有质量的发展。公司作为地产行业财务健康、投资稳健、管理卓越的龙头，未来市占率预计持续提高，我们预计公司18-20年EPS分别为3.39、4.32及5.31元，对应PE为8.4X、6.6X及5.3X，6个月目标价42.64元，维持“买入”评级。

风险提示：重点布局区域调控加码，销售不达预期

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)	14.91	11.18	8.37	6.58	5.34
市净率(P/B)	2.76	2.36	2.03	1.72	1.45
市销率(P/S)	1.30	1.29	0.99	0.77	0.61
EV/EBITDA	6.66	6.50	4.96	3.59	2.98

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	27.68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)	269,165.76
流通A股市值(百万元)	268,915.91
每股净资产(元)	12.34
资产负债率(%)	84.04
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-公司点评:高基数下增长超预期，股东多元有利于发挥治理优势》2018-04-10
- 《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



1. 事件

2018 年一季度公司实现营业收入 308.3 亿元，同比增长 65.8%；实现归属于上市公司股东的净利润 8.9 亿元，同比增长 28.7%；基本每股收益 0.081 元，同比增长 28.57%。

2. 收入、净利润大增，业绩锁定度较高

公司一季度营业收入同比增长 65.8%，实现归属于上市公司股东的净利润同比增长 28.7%，收入增幅大于净利润增幅，主要是由于：1）本期联营、合营公司的项目结算较少，且由于会计政策变更，部分项目根据当前市场情况计提了减值，体现为投资亏损；2）公司融资规模上升，一季度利息支出及财务费用同比有较大幅度增加，其中，财务费用同比增长 181.24%。一季度，公司房地产业务结算面积 165.1 万平方米，同比增长 15.4%；房地产业务营业收入 278.0 亿元，同比增长 73.5%。公司合同负债 4793.6 亿元，主要为预售房款，对未来收入的确认锁定度较高。根据一季报，公司合并报表范围内尚有 3,563.6 万平方米已售资源未竣工结算，合同金额增至 4,944.9 亿元，较 2017 年底分别增长 20.3%和 19.3%。

图 1：营业收入及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 毛利率维持高位，会计政策变更利好业绩

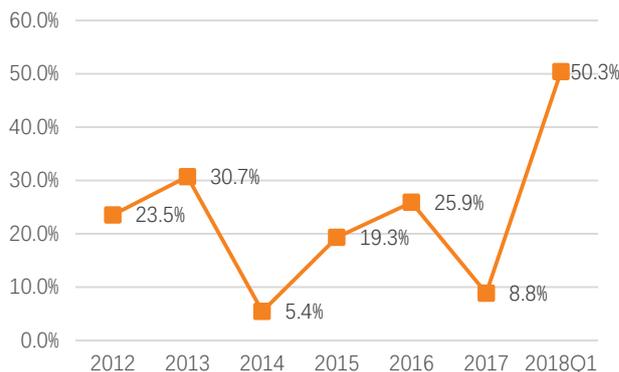
公司一季度毛利率及净利率分别为 34.17%及 5.77%，较去年同期分别增加 4.37 及 -0.2 个百分点，毛利率维持高位。18 年一季度公司净负债率为 50.3%，而 17 年底低至 8.8%，主要是由于普洛斯私有化交易完成及项目投资支出增加等因素影响，集中支付金额较大，一季度末货币资金较 17 年底降低 45.6%。根据公告，按照财政部修订后的会计准则要求，公司从 2018 年起执行新的收入准则及金融工具准则。执行五项新会计准则将使得公司需调整 2018 年期初留存收益和其他综合收益，即公司 2018 年期初留存收益增加 25.97 亿元，少数股东权益增加 4.94 亿元，其他综合收益减少 189.61 万元。本次执行后公司期初留存收益增加 25.97 亿元占 2017 年归母净利润 280.52 亿元的比值为 9.3%，由于公司全款客户占比不小，执行新的收入准则预计可在一定程度上提升业绩。

图 3：毛利率及净利率 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：净负债率



资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 销售小幅增加，市占率进一步提升

公司一季度实现合同销售面积 1,048.2 万平方米，合同销售金额 1,542.6 亿元，同比分别增长 6.1%和 2.7%，根据统计局数据，18 年一季度全国商品房销售面积 30088 万方，万科市占率 3.5%，较 17 年底 2.1%（根据统计局数据，17 年全国商品房销售面积 169407.82 万方）进一步提升。

5. 坚持审慎投资，新开工稳步增长，租赁住宅升级为核心业务

根据一季报，18 年 Q1 公司新增加开发项目 49 个，总规划建筑面积约 943.5 万平方米，按万科权益计算的规划建筑面积约 429.9 万平方米。根据一季报，截至一季度末，公司总土储建面约为 1.4 亿方，其中规划中项目总建筑面积约 6,223.1 万平方米，按万科权益计算的规划建筑面积约 3,790.7 万平方米；在建项目总建筑面积约 7,805.1 万平方米，按万科权益计算的建筑面积约 5,010.3 万平方米。根据一季报，18 年 Q1 实现新开工面积 1,129.9 万平方米，同比增长 23.1%，占全年开工计划的 31.9%（2017 年同期为 31.4%）；实现竣工面积 154.5 万平方米，同比增长 24.3%，占全年竣工计划比例为 5.9%（2017 年同期为 5.1%）。公司商业开发和运营、物流仓储服务、产业城镇、冰雪度假、养老、教育等多元化业务积极拓展，根据一季报，公司已将租赁住宅确定为核心业务，充分践行“城乡建设与生活服务商”战略，围绕人民日益增长的美好生活需要，持续探索并完成各项业务规划的升级与落地，实现有质量的发展。

6. 投资建议

公司一季度市占率 3.5%，较 17 年底 2.1%的市占率进一步提升。由于一季度是传统销售及结算淡季，我们预计二季度公司销售及业绩增长将提速。公司充分践行“城乡建设与生活服务商”战略，围绕人民日益增长的美好生活需要，持续探索并完成各项业务规划的升级与落地，实现有质量的发展。公司作为地产行业财务健康、投资稳健、管理卓越的龙头，未来市占率预计持续提高，我们预计公司 18-20 年 EPS 分别为 3.39、4.32 及 5.31 元，对应 PE 为 8.4X、6.6X 及 5.3X，6 个月目标价 42.64 元，维持“买入”评级。

7. 风险提示

重点布局区域调控加码，销售不达预期

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	14.91	11.18	8.37	6.58	5.34
市净率	2.76	2.36	2.03	1.72	1.45
EV/EBITDA	6.66	6.50	4.96	3.59	2.98
EV/EBIT	6.85	6.74	5.05	3.62	2.99

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