

万科 A (000002)

证券研究报告

2018 年 08 月 22 日

业绩高增长，市占率持续提升

事件

公司公布中报，2018 上半年，公司实现营业收入 1059.7 亿元，同比增长 51.80%；实现归属于上市公司股东的净利润 91.2 亿元，同比增长 24.94%。

营收、净利润大增，毛利率维持高位

2018 上半年，公司实现营业收入 1059.7 亿元，同比增长 51.80%；实现归属于上市公司股东的净利润 91.2 亿元，同比增长 24.94%。公司房地产业务的结算毛利率为 27.3%，较 2017 年同期提高 2.5 个百分点。中报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 224.72%。截止 2018H1，公司合同负债 5142.85 亿元，主要为预售房款，对未来收入的确认锁定度较高。根据中报，公司合并报表范围内尚有 3693 万平方米已售资源未竣工结算，合同金额合计约 5200.5 亿元，较 17 年末分别增长 24.7%和 25.5%。2018H1 公司实现竣工面积 917.2 万平方米，同比增长 44.1%，占全年竣工计划的 34.9% (2017H1 为 26.0%)，预计全年竣工面积将与年初计划基本持平，公司加快竣工节奏有望助力公司业绩快速释放。

市占率提升，现金流稳定，新开工稳步增长

2018H1，公司累计销售微增，销售面积 2035.4 万方，同比增加 8.93%，销售金额 3046.6 亿元，同比增加 9.91%，累计销售均价 1.50 万元/平米，仍维持高位。根据统计局数据，18 年上半年全国商品房销售面积 77143.3 万方，万科市占率 2.64%，较 17 年底 2.1%进一步提升。2018H1 公司实现新开工面积 2321.1 万平方米，同比增长 40.2%，占全年开工计划的 65.5% (2017H1 为 56.6%)。公司坚持现金为王，强化资金管控，销售滚动回款率保持在 93%以上，远高于行业平均水平。

投资建议：公司业绩增长稳定，销售回款率维持高位，财务稳健，净负债率低。考虑到地产企业下半年推盘量往往高于上半年，我们预计公司全年销售额有望突破 6300 亿元；拿地力度持续回升，预计下半年公司拿地力度受行业资金面影响或将略有回落。在行业集中度提升的大背景下，公司在拿地、融资等方面的优势日益明显。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 7.0X、5.5X 及 4.5X，6 个月内目标价 32.83 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，融资收紧超预期

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)	12.56	9.41	7.05	5.54	4.50
市净率(P/B)	2.33	1.99	1.71	1.45	1.22
市销率(P/S)	1.10	1.09	0.83	0.65	0.51
EV/EBITDA	6.66	6.50	4.27	3.03	2.51

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	23.91 元
目标价格	32.83 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)	232,505.54
流通 A 股市值(百万元)	232,289.72
每股净资产(元)	12.22
资产负债率(%)	84.70
一年内最高/最低(元)	42.24/20.52

作者

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

徐超 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070007
xuchao@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:单月销售增速略有回落，拿地力度持续回升》 2018-08-07
- 《万科 A-公司点评:销售如期恢复，拿地持续回升，估值接近历史低位》 2018-07-05
- 《万科 A-季报点评:一季度业绩靓丽，销售市占率进一步提升》 2018-05-02

1. 事件

公司公布中报，2018 上半年，公司实现营业收入 1059.7 亿元，同比增长 51.80%；实现归属于上市公司股东的净利润 91.2 亿元，同比增长 24.94%。

2. 营收、净利润大增，毛利率维持高位

2018 上半年，公司实现营业收入 1059.7 亿元，同比增长 51.80%；实现归属于上市公司股东的净利润 91.2 亿元，同比增长 24.94%。公司房地产业务的结算毛利率为 27.3%，较 2017 年同期提高 2.5 个百分点。中报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 224.72%。截止 2018H1，公司合同负债 5142.85 亿元，主要为预售房款，对未来收入的确认锁定度较高。根据中报，公司合并报表范围内尚有 3693 万平方米已售资源未竣工结算，合同金额合计约 5200.5 亿元，较 17 年末分别增长 24.7%和 25.5%。2018H1 公司实现竣工面积 917.2 万平方米，同比增长 44.1%，占全年竣工计划的 34.9%（2017H1 为 26.0%），预计全年竣工面积将与年初计划基本持平，公司加快竣工节奏有望助力公司业绩快速释放。

3. 市占率提升，现金流稳定，新开工稳步增长

2018H1，公司累计销售微增，销售面积 2035.4 万方，同比增加 8.93%，销售金额 3046.6 亿元，同比增加 9.91%，累计销售均价 1.50 万元/平米，仍维持高位。根据统计局数据，18 年上半年全国商品房销售面积 77143.3 万方，万科市占率 2.64%，较 17 年底 2.1%进一步提升。2018H1 公司实现新开工面积 2321.1 万平方米，同比增长 40.2%，占全年开工计划的 65.5%（2017H1 为 56.6%）。公司坚持现金为王，强化资金管控，销售滚动回款率保持在 93%以上，远高于行业平均水平。

4. 拿地力度持续回升，物流地产持续获取项目

2018 年 1-6 月公司新获取新项目 117 个，总规划建筑面积 2,049.1 万平方米，相比去年同期增长 33.3%，拿地销售面积比为 1.01，高于去年同期。权益规划建筑面积 1,143.9 万平方米，权益地价总额约 578.2 亿元，均价为 5,054 元/平方米。18 年前 6 个月公司拿地力度持续回升，土储规模增加，为未来推盘量奠定基础。考虑融资偏紧的环境下，预计下半年公司拿地力度回落。物流地产方面，累计获取项目已达 84 个，累计获取建面近 629.88 万方，18 年 1-6 月新增建面 211.88 万方，达到去年全年的 78%，物流地产业务发展进一步加速。截至 2018H1，公司总土储建面约 1.43 亿平方米。

5. 财务稳健，净负债率低

截至 2018H，公司有息负债合计 2269 亿元，同比增长 30.8%，净负债率仅为 32.7%，较去年同期+11.2pct，在行业处于较低水平，资产负债率（剔除预收款）为 75.2%，较去年同期+3.4pct。公司总体债务结构合理，有息负债以中长期负债为主，一年内有息负债 609.8 亿元，占比为 26.9%；一年以上有息负债 1659.2 亿元，占比为 73.1%。分融资对象来看，银行借款占比为 60.4%，应付债券占比为 21.3%，其他借款占比为 18.3%

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	12.56	9.41	7.05	5.54	4.50
市净率	2.33	1.99	1.71	1.45	1.22
EV/EBITDA	6.66	6.50	4.27	3.03	2.51
EV/EBIT	6.85	6.74	4.34	3.06	2.52

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 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com