



000002.SZ

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 23.92

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(26.5)	3.4	(10.5)	6.6
相对深证成指	(3.0)	11.0	10.1	26.6

发行股数(百万)	11,039
流通股(%)	88
流通股市值(人民币 百万)	232,387
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,223
净负债比率(%) (2018E)	4
主要股东(%)	
深圳市地铁集团有限公司	29

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2018年8月22日收市价为标准

相关研究报告

《万科A: 经营效率持续提升, 升级城乡建设生活服务商》20180328

《万科2017年三季报点评: 销售增幅扩大, 投资力度加强》20171026

《万科2017年中报点评: 毛利率大幅回升, 坚持审慎投资》20170824

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

房地产: 房地产开发

晋蔚

(8610)66229394

jinwei@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518010002

万科A

业绩高增财务稳健, 业务生态体系初见规模

2018年上半年, 万科A实现营业收入1,059.7亿元, 同比增长51.8%; 实现归属于上市公司股东的净利润91.2亿元, 同比增长24.9%; 全面摊薄ROE为6.76%, 较去年同期增加0.28个百分点。考虑到公司可售货值充足, 结转力度加大, 融资优势显著以及多元化布局推进, 我们维持公司2018-2020年EPS预测分别为3.07/4.01/5.28元, 对应18年PE7.8倍, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **营收高增毛利创今年新高, 下半年结转力度加大。**2018年H1公司实现营业收入1,059.7亿元, 同比增长51.8%; 实现归母净利润91.2亿元, 同比增长24.9%; 结转毛利率和ROE分别为27.3%和6.76%, 分别较上年同期提高2.5和0.28个百分点。中报营收增速高于净利润增速主要源于: 1) 利息资本化率下降推升财务费用同比增长224.7%; 2) 合作项目结转偏多导致少数股东损益占比净利润提升至32.5%; 3) 对于上半年非并表项目计提减值准备。上半年公司实现结算收入1,006.4亿元, 同比上升53.6%; 已售未结金额达5,200.5亿元, 较上年末增长25.5%, 覆盖17年结算金额2.23倍。同时, 2018H1公司实现竣工面积917.2万平, 同比增长44.1%, 仅完成全年竣工计划34.9%, 预计下半年结转力度加大, 量价齐升。
- **销售回款质量优异, 开工提振货值充裕。**2018年H1公司销售金额3,047.6亿元, 同比增长9.9%; 销售面积2,035.4万方, 同比增长8.9%; 在34个城市的销售金额位列当地前三; 上半年销售去化率76%与去年持平, 滚动回款率超93%, 销售回款质量优异。公司上半年新开工面积2321.1万方, 同比增长40.2%, 占全年开工计划的65.5%, 下半年可推货值充足。
- **土储充足稳健投资布局, 业务生态体系初见规模。**2018H1公司获取新项目117个, 总规划建面2,049.1万方, 拿地速度较去年放缓。公司现在在建及规划项目总建面约1.43亿方, 满足2-3年开发需求, 充分保障未来可售。公司于今年将租赁住宅业务确立为核心业务, 截至报告期末, 已在30个城市获取房间数超16万间, 开业6个月以上项目平均出租率约92%。同时公司在物业服务、商业开发与经营、物流仓储及冰雪、养老、教育等业务均稳健推进, 业务生态体系初见规模。
- **负债率保持低位, 融资成本优势突出。**报告期末公司净负债率32.73%, 剔除预收账款后资产负债率46.3%, 均处行业低位。有息负债中银行贷款、债券和其他分别占比60.4%、21.3%和18.3%, 融资结构稳健。公司今年先后发行五期超短期融资券, 利率水平3.25%-4.60%; 发行中票30亿利率4.60%, 15亿元租赁专项债券利率4.05%, 创2017年以来房企发债利率新低, 融资成本优势突出。

评级面临的主要风险

- 房地产行业销售大幅下滑, 利率大幅上行。

估值

- 我们预计公司2018-2020年EPS分别为3.07/4.01/5.28元, 对应18年PE7.8倍, 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	240,477	242,897	311,394	384,443	478,022
变动(%)	23	1	28	23	24
净利润(人民币 百万)	21,023	28,057	33,717	44,096	58,103
全面摊薄每股收益(人民币)	1.912	2.552	3.067	4.010	5.284
变动(%)	16.0	33.5	20.2	30.8	31.8
全面摊薄市盈率(倍)	12.5	9.4	7.8	6.0	4.5
价格/每股现金流量(倍)	6.6	3.2	14.6	7.5	5.6
每股现金流量(人民币)	3.60	7.49	1.64	3.21	4.26
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.1	5.6	4.7	3.4	2.4
每股股息(人民币)	0.793	0.904	1.086	1.420	1.872
股息率(%)	3.3	3.8	4.5	5.9	7.8

资料来源: 公司数据及中银证券预测

图表 1. 万科 2018 年中报业绩摘要

(人民币, 百万)	2017 年 H1	2018 年 H1	同比变动 (%)
营业收入	69,810	105,975	51.8
营业成本	(47,015)	(69,480)	47.8
营业税	(5,161)	(7,502)	45.4
毛利润	22,795	36,495	60.1
其他收入	(67)	(562)	734.8
销售费用	(2,103)	(2,808)	33.6
管理费用	(2,605)	(4,343)	66.7
营业利润	12,860	21,279	65.5
投资收益	1,520	787	(48.2)
财务费用	(718)	(2,332)	224.7
营业外收支	165	39	(76.6)
税前利润	13,827	19,668	42.2
所得税	(3,774)	(6,145)	62.8
少数股东权益	(2,750)	(4,399)	59.9
归属上市公司股东净利润	7,303	9,124	24.9
主要比率(%)			百分点增减 (%)
毛利率	32.7	34.4	1.8
经营利润率	18.4	20.1	1.7
净利率	10.5	8.6	(1.9)

资料来源: 公司公告, 中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	240,477	242,897	311,394	384,443	478,022
销售成本	(191,721)	(179,802)	(231,10)	(284,56)	(352,64)
经营费用	(10,813)	(13,198)	(22,155)	(23,791)	(25,094)
息税折旧前利润	37,943	49,897	58,132	76,092	100,287
折旧及摊销	(1,149)	(1,930)	(1,200)	(1,198)	(1,197)
经营利润(息税前利润)	36,795	47,967	56,932	74,894	99,091
净利息收入/(费用)	658	945	(2,333)	(2,798)	(3,196)
其他收益/(损失)	3,285	4,738	6,148	7,268	8,576
税前利润	39,254	51,147	59,631	77,986	102,758
所得税	(10,903)	(13,934)	(14,908)	(19,496)	(25,689)
少数股东权益	(7,328)	(9,157)	(11,006)	(14,394)	(18,966)
净利润	21,023	28,057	33,717	44,096	58,103
核心净利润	21,023	28,057	33,717	44,096	58,103
每股收益(人民币)	1.912	2.552	3.067	4.010	5.284
核心每股收益(人民币)	1.912	2.552	3.067	4.010	5.284
每股股息(人民币)	0.793	0.904	1.086	1.420	1.872
收入增长(%)	23	1	28	23	24
息税前利润增长(%)	21	30	19	32	32
息税折旧前利润增长(%)	21	32	17	31	32
每股收益增长(%)	16	33	20	31	32
核心每股收益增长(%)	16	33	20	31	32

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	39,254	51,147	59,631	77,986	102,758
折旧与摊销	1,149	1,930	1,200	1,198	1,197
净利息费用	826	1,558	3,449	4,176	4,909
运营资本变动	14,287	48,585	(25,548)	(21,696)	(28,162)
税金	(10,903)	(13,934)	(14,908)	(19,496)	(25,689)
其他经营现金流	(5,046)	(6,964)	(5,805)	(6,908)	(8,199)
经营活动产生的现金流	39,566	82,323	18,020	35,259	46,813
购买固定资产净值	(2,147)	(2,360)	(1)	(1)	(1)
投资减少/增加	(28,028)	(38,882)	1,116	1,378	1,713
其他投资现金流	(15,217)	(14,432)	4,831	(3,527)	(4,753)
投资活动产生的现金流	(45,392)	(55,674)	5,946	(2,150)	(3,041)
净增权益	9,735	14,254	0	0	0
净增债务	41,594	63,942	42,040	38,399	48,637
支付股息	(16,026)	(19,134)	(11,942)	(15,618)	(20,578)
其他融资现金流	(2,003)	264	4,831	(3,527)	(4,753)
融资活动产生的现金流	33,300	59,325	34,929	19,254	23,305
现金变动	27,474	85,974	58,895	52,363	67,078
期初现金	53,180	87,032	174,12	223,22	275,58
公司自由现金流	(5,826)	26,649	23,966	33,109	43,772
权益自由现金流	35,768	90,591	66,005	71,508	92,409

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	87,032	174,121	223,223	275,589	342,670
应收帐款	107,510	164,682	211,123	260,650	324,095
库存	467,361	598,088	766,747	946,618	1,177,0
其他流动资产	59,392	80,662	91,694	113,002	140,206
流动资产总计	721,295	1,017,5	1,292,7	1,595,8	1,984,0
固定资产	6,814	7,103	8,225	9,350	10,475
无形资产	1,462	1,644	1,572	1,504	1,439
其他长期资产	101,103	139,047	145,048	150,542	158,304
长期资产总计	109,379	147,794	154,844	161,396	170,217
总资产	830,674	1,165,3	1,447,6	1,757,2	2,154,2
应付帐款	252,072	364,587	457,843	564,238	700,072
短期债务	43,350	62,273	104,312	142,711	191,348
其他流动负债	284,577	420,496	537,775	663,893	825,449
流动负债总计	579,998	847,355	1,099,9	1,370,8	1,716,8
长期借款	85,514	128,352	128,352	128,352	128,352
其他长期负债	3,485	2,966	3,657	4,445	5,451
股本	11,039	11,039	11,040	11,042	11,045
储备	102,406	121,636	143,546	172,171	209,858
股东权益	113,445	132,675	154,586	183,213	220,903
少数股东权益	48,232	53,999	61,106	70,402	82,651
总负债及权益	830,674	1,165,3	1,447,6	1,757,2	2,154,2
每股帐面价值(人民币)	10.32	12.07	14.06	16.66	20.09
每股有形资产(人民币)	10.13	11.87	13.86	16.45	19.87
每股净负债/(现金)(人民币)	3.79	1.49	0.86	(0.41)	(2.08)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	15.8	20.5	18.7	19.8	21.0
息税前利润率(%)	15.3	19.7	18.3	19.5	20.7
税前利润率(%)	16.3	21.1	19.1	20.3	21.5
净利率(%)	8.7	11.6	10.8	11.5	12.2
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
利息覆盖率(倍)	15.9	11.8	12.5	13.5	15.0
净权益负债率(%)	25.9	8.8	4.4	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
估值					
市盈率(倍)	12.5	9.4	7.8	6.0	4.5
核心业务市盈率(倍)	12.5	9.4	7.8	6.0	4.5
市净率(倍)	2.3	2.0	1.7	1.4	1.2
价格/现金流(倍)	6.6	3.2	14.6	7.5	5.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.1	5.6	4.7	3.4	2.4
周转率					
存货周转天数	795.3	1,081.4	1,077.8	1,098.8	1,099.0
应收帐款周转天数	140.8	204.5	220.2	224.0	223.2
应付帐款周转天数	322.7	463.3	482.0	485.2	482.7
回报率					
股息支付率(%)	57.4	48.7	47.2	47.2	47.2
净资产收益率(%)	19.7	22.8	23.5	26.1	28.8
资产收益率(%)	3.7	3.5	3.3	3.5	3.8
已运用资本收益率(%)	15.1	15.1	14.1	15.7	17.6

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371