

住宅业务符合预期，长租业务持续发力

投资要点

- **业绩总结:** 公司2018年前三季度实现营业收入1760.2亿元，同比增长50.3%；实现归母净利润139.8亿元，同比增长26.1%。
- **毛利率有所提高，首次计提存货跌价准备。** 前9月，公司累计实现营业收入1,760.2亿元，同比增长50.3%；实现归母净利润139.8亿元，同比增长26.1%。其中，房地产业务实现结算面积1,280.6万平方米，贡献营业收入1,675.6亿元，同比分别增长32.5%和52.0%。前9月，公司房地产业务的毛利率为27.8%，较上年同期提高了4.5个百分点。此外，鉴于部分房地产市场调整，公司首次计提存货跌价准备。截至报告期末，公司存货跌价准备余额41.4亿元，使税后净利润减少22.8亿元，归母净利润减少19.6亿元。
- **累计销售增速放缓，但全年销售目标无碍。** 公司今年1-9月累计销售金额4315.5亿元，同比增长8.9%，累计销售面积2902.1万方，同比增长8.9%，分别较上月下降了2.0个百分点和上升了0.2个百分点。公司累计销售单价14870元/平，同比基本持平。公司今年上半年销售增速略低于预期，3-5月的累计销售额同比增速均在5%以下，从6月开始回到10%以上，但三季度以来，累计同比增速继续放缓。我们预估公司全年销售额6300亿，目前已完成目标的68.5%。
- **新增货值聚焦一二线，拿地更趋谨慎。** 第三季度，公司新增加63个项目，总建筑面积约1,549.9万平方米，按万科权益计算的规划建筑面积约862.7万平方米。1-9月，公司累计新增177个项目，总建筑面积约3,582.5万平方米，按万科权益计算的规划建筑面积约1,939.9万平方米；按投资金额计算，其中83.6%位于一二线城市。去年下半年公司拿地积极，高基数导致同比增速明显放缓。公司9月拿地均价占比销售均价35.7%，环比下降5.2%，拿地更趋谨慎。
- **新业务投入增大，长租业务值得关注。** 公司在新业务孵化和布局方面领先同行，长租公寓今年已确认为公司的核心业务，截至9月底，租赁住宅业务累计开业项目超150个；8月，公司成功发行2018年第一期住房租赁专项公司债，利率4.05%。
- **盈利预测与评级。** 预计2018-2020年EPS分别为3.26元、4.13元、5.07元，对应PE分别为7倍、6倍、5倍。考虑到公司作为A股地产龙头业绩稳健增长，给予公司2018年8.6倍估值，对应目标价28.04元，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 结算进度或低于预期、长效机制或超预期出台。

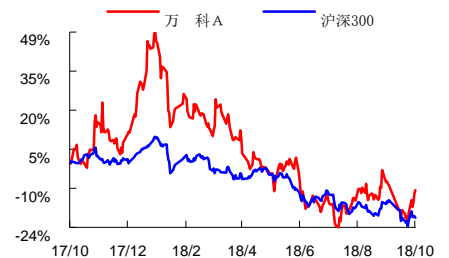
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	242897.11	320311.92	416575.99	522125.83
增长率	1.01%	31.87%	30.05%	25.34%
归属母公司净利润(百万元)	28051.81	36000.55	45616.33	55915.24
增长率	33.44%	28.34%	26.71%	22.58%
每股收益EPS(元)	2.54	3.26	4.13	5.07
净资产收益率ROE	19.93%	21.10%	21.92%	22.04%
PE	9	7	6	5
PB	1.39	1.15	0.95	0.78

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 胡华如
执业证号: S1250517060001
电话: 0755-23900571
邮箱: hhr@swsc.com.cn
联系人: 杨雨蕾
邮箱: yangyul@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	110.39
流通A股(亿股)	97.15
52周内股价区间(元)	20.59-41.13
总市值(亿元)	2,628.42
总资产(亿元)	14,322.22
每股净资产(元)	12.68

相关研究

1. 万科A (000002): 销售增速放缓，拿地更趋谨慎 (2018-10-11)
2. 万科A (000002): 销售略低于预期，拿地增速同比放缓 (2018-09-07)
3. 万科A (000002): 业绩符合预期，长租值得关注 (2018-08-21)
4. 万科A (000002): 经营稳健，穿越牛熊 (2018-03-27)
5. 万科A (000002): 新高度，新起点，新征程 (2017-11-22)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	242897.11	320311.92	416575.99	522125.83	净利润	37208.39	47751.72	60506.25	74166.90
营业成本	160079.92	215088.53	280155.43	351671.80	折旧与摊销	1101.12	684.15	691.28	698.88
营业税金及附加	19722.23	26007.99	33824.23	42394.44	财务费用	2075.26	771.94	521.35	578.98
销售费用	6261.98	8257.77	10739.49	13460.61	资产减值损失	1318.74	0.00	0.00	0.00
管理费用	8865.71	11691.35	15204.97	19057.53	经营营运资本变动	39534.94	-63132.96	-24854.03	-33639.01
财务费用	2075.26	771.94	521.35	578.98	其他	1084.39	-6244.56	-6244.56	-6244.56
资产减值损失	1318.74	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	82322.83	-20169.70	30620.29	35561.18
投资收益	6244.56	6244.56	6244.56	6244.56	资本支出	-927.26	-100.00	-130.00	-130.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-50685.97	3422.09	3422.09	3422.09
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-51613.23	3322.09	3292.09	3292.09
营业利润	50812.92	64738.91	82375.08	101207.05	短期借款	-467.73	-15308.86	0.00	0.00
其他非经营损益	329.04	0.00	0.00	0.00	长期借款	39622.98	0.00	0.00	0.00
利润总额	51141.95	64738.91	82375.08	101207.05	股权融资	61.00	0.00	0.00	0.00
所得税	13933.57	16987.20	21868.83	27040.15	支付股利	-3159.54	-8415.54	-10800.16	-13684.90
净利润	37208.39	47751.72	60506.25	74166.90	其他	19208.19	-46631.69	-521.35	-578.98
少数股东损益	9156.57	11751.17	14889.92	18251.65	筹资活动现金流净额	55264.90	-70356.09	-11321.51	-14263.88
归属母公司股东净利润	28051.81	36000.55	45616.33	55915.24	现金流量净额	84835.99	-87203.71	22590.87	24589.39
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	174121.01	86917.30	109508.17	134097.56	成长能力				
应收和预付款项	237699.61	315277.33	410222.58	514405.31	销售收入增长率	1.01%	31.87%	30.05%	25.34%
存货	598087.66	695508.84	930797.78	1182242.57	营业利润增长率	30.21%	27.41%	27.24%	22.86%
其他流动资产	7644.56	951.97	1238.07	1551.77	净利润增长率	31.25%	28.34%	26.71%	22.58%
长期股权投资	81224.31	81224.31	81224.31	81224.31	EBITDA 增长率	29.27%	22.61%	26.27%	22.61%
投资性房地产	28811.30	28811.30	28811.30	28811.30	获利能力				
固定资产和在建工程	8121.22	7862.13	7618.76	7370.64	毛利率	34.10%	32.85%	32.75%	32.65%
无形资产和开发支出	1643.85	1525.38	1414.07	1299.91	三费率	7.08%	6.47%	6.35%	6.34%
其他非流动资产	27993.41	30609.29	33225.16	35841.03	净利率	15.32%	14.91%	14.52%	14.20%
资产总计	1165346.92	1248687.85	1604060.19	1986844.39	ROE	19.93%	21.10%	21.92%	22.04%
短期借款	16108.86	800.00	800.00	800.00	ROA	3.19%	3.82%	3.77%	3.73%
应付和预收款项	600180.85	705304.74	938779.15	1188706.02	ROIC	35.03%	38.12%	34.00%	34.21%
长期借款	96029.04	96029.04	96029.04	96029.04	EBITDA/销售收入	22.23%	20.67%	20.07%	19.63%
其他负债	266354.23	220239.85	292431.70	364807.04	营运能力				
负债合计	978672.98	1022373.64	1328039.90	1650342.11	总资产周转率	0.24	0.27	0.29	0.29
股本	11039.15	11039.15	11039.15	11039.15	固定资产周转率	34.93	45.96	62.01	80.67
资本公积	8329.26	8329.26	8329.26	8329.26	应收账款周转率	138.48	192.84	191.68	188.60
留存收益	113071.92	140656.93	175473.09	217703.44	存货周转率	0.30	0.33	0.34	0.33
归属母公司股东权益	132675.32	160564.41	195380.58	237610.92	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	151.67%	—	—	—
少数股东权益	53998.62	65749.79	80639.71	98891.36	资本结构				
股东权益合计	186673.94	226314.20	276020.29	336502.29	资产负债率	83.98%	81.88%	82.79%	83.06%
负债和股东权益合计	1165346.92	1248687.85	1604060.19	1986844.39	带息债务/总负债	14.76%	12.63%	9.72%	7.83%
					流动比率	1.20	1.23	1.21	1.21
					速动比率	0.50	0.45	0.44	0.43
					股利支付率	11.26%	23.38%	23.68%	24.47%
业绩和估值指标					每股指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	53989.29	66195.01	83587.71	102484.91	每股收益	2.54	3.26	4.13	5.07
PE	9.24	7.34	5.82	4.74	每股净资产	16.91	20.50	25.00	30.48
PB	1.39	1.15	0.95	0.78	每股经营现金	7.46	-1.83	2.77	3.22
PS	1.07	0.81	0.62	0.50	每股股利	0.29	0.76	0.98	1.24
EV/EBITDA	2.98	2.81	1.94	1.34					
股息率	3.36%	3.25%	4.09%	5.16%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn