

# 净负债率提升 谨慎计提跌价

——万科 A (000002) 2018 年三季度报点评

2018 年 10 月 26 日

强烈推荐/维持

万科 A

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号: S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031
任鹤	研究助理	执业证书编号: S1480118020022
	Renhe07@163.com	010-66554089

## 事件:

公司发布 2018 年三季度报, 三季度公司实现营业收入 700.5 亿元, 同比增长 48.1%, 实现归母净利润 48.6 亿元, 同比增长 28.3%。1-9 月, 公司实现营业收入 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%。累计完成销售额 4315.5 亿元, 同比增长 8.9%。

## 公司分季度财务指标

指标	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业收入 (百万元)	18589.23	51221.25	47290.03	125796.61	30825.62	75148.92	70047.6
增长率 (%)	27.22%	-14.89%	11.90%	1.92%	65.83%	46.71%	48.12%
毛利率 (%)	29.80%	33.69%	30.37%	36.30%	34.17%	34.55%	35.25%
期间费用率 (%)	15.36%	5.02%	9.46%	5.81%	14.71%	6.59%	8.92%
营业利润率 (%)	8.39%	23.63%	14.85%	23.95%	9.64%	22.17%	17.17%
净利润 (百万元)	1109.17	8943.82	4763.54	22391.86	1779.49	11743.11	8275.20
增长率 (%)	-11.25%	53.02%	13.54%	31.25%	60.43%	31.30%	73.72%
每股盈利 (季度, 元)	0.06	0.60	0.34	1.54	0.08	0.75	0.44
总资产收益率 (%)	0.13%	0.96%	0.47%	1.92%	0.15%	0.87%	0.58%

## 观点:

### ➤ 营收延续高增长 谨慎计提存货跌价

1-9 月, 公司实现营业收入 1760.2 亿元, 同比增长 50.3%, 延续了上半年较高的营收增速。公司营收高速增长主要原因是结算面积和结算均价的双重驱动。公司 1-9 月结算面积为 1280.6 万平方米, 同比增长 32.5%, 结算面积增速相对上半年进一步提高。与此同时, 结算均价为 13084 元/平方米, 相对上半年结算均价 14349 元/平方米小幅下降, 相对上年同期结算均价提升 12.1%。

1-9, 公司实现归母净利润 139.8 亿元, 同比增长 26.1%。净利润增速大幅小于营业收入增速, 主要原因是财务费用率增加和资产减值损失增加。

其中, 财务费用率提升 1.5 个百分点, 原因是利息支出资本化比率的降低和融资规模的增加。1-9 月公

司资产减值损失为 32.5 亿元，几乎全部来自计提存货跌价准备。按照所得税率倒算，1-9 月计提存货跌价准备金额为 30.4 亿元，占报告期末存货跌价准备的比例为 73.4%。我们认为，公司本年大量计提存货跌价准备一方面显示出公司对未来的谨慎判断，另一方面，如果未来市场好于公司判断，公司业绩将更加具有弹性和超预期可能。

#### ➤ 已售未结算资源充足 无惧短期销售下行

1-9月，公司实现销售额4315.5亿元，同比增长8.9%，销售增速延续小幅下滑趋势，销售均价为14870元/平方米，与上半年销售均价基本持平。

公司已售未结算资源均有所上升。报告期末，公司已售未结算面积为3849万平方米，较年初增长29.9%，已售未结算金额约5524亿元，较年初增长33.3%。可结算资源仍然十分充足，销售增速的短期下滑并不会对公司业绩产生较大程度的负面影响。

#### ➤ 拿地节奏稍有加快 净负债率有所提升

1-9月，公司新增土地建筑面积约3583万平方米，总体权益占比为54.1%。从拿地面积上看，新获取土地面积与销售面积比值为1.23，比例相对上半年有所上升，显示出公司拿地节奏有一定程度的上升。

从净负债率上看，公司报告期末净负债率为51.1%，相对半年末的30.8%和上年末的8.8%均有一定程度的上升。我们认为，公司净负债率的上升显示了公司对未来一二线城市加快布局，同时，与行业相比，公司净负债率仍然处于很低的水平，财务稳健性与扩张潜力俱佳。

### 投资建议与评级：

我们认为，公司营收增速有望维持在较高水平，未来业绩确定性强，大量计提存货跌价准备显示出公司谨慎经营的态度，同时为公司未来业绩释放注入更高弹性。公司已售未结资源充足，销售增速的短期下行并不会带来明显的负面影响。同时，公司净负债率有所上升，拿地节奏有所加快，集中布局一二线城市，财务稳健型和扩张潜力俱佳，不仅能够“活下去”，而且能够“更好的活下去”。

我们预计公司2018-2020年营业收入分别为3522亿元/4743亿元/6612亿元，归母净利润375亿元/495亿元/656亿元，EPS分别为3.4元/4.5元/5.9元。我们给予公司10倍PE，对应2018年EPS目标价为37.5元，维持“强烈推荐”评级。

### 风险提示：

销售增速继续大幅下滑，多元业务拓展不及预期。

**公司盈利预测表**

资产负	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产合</b>	721295	1017553	1167510	1371976	1645271	营业收入	240477	242897	352201	474340	661161
货币资金	87032	174121	289258	336504	392063	营业成本	169742	160080	232453	317808	449590
应收账款	2075	1433	1930	2599	3623	营业税金及附	21979	19722	32191	43355	60430
其他应收款	105435	163250	160000	160000	160000	营业费用	5161	6262	7396	9961	13884
预付款项	50263	73017	70000	70000	70000	管理费用	6801	8866	10214	13756	19174
存货	467361	598088	636856	783635	985402	财务费用	1592	2075	4821	6445	7357
其他流动资	8671	722	9466	19237	34183	资产减值损失	1193	1319	4000	0	-1500
<b>非流动资产</b>	109379	147794	159214	177105	196995	公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投	61702	81224	81224	81224	81224	投资净收益	5013.84	6244.56	6244.56	6244.56	6244.56
固定资产	6810.79	7098.81	30151.74	48186.06	68220.39	营业利润	39024	50813	67371	89260	118471
无形资产	1260	1438	1294	1150	1006	营业外收入	398.31	723.29	940.27	940.27	940.27
其他非流动	7277	14936	14000	14000	14000	营业外支出	168.48	394.25	200.00	200.00	200.00
<b>资产总计</b>	830674	1165347	1326724	1549080	1842266	利润总额	39254	51142	68111	90000	119211
<b>流动负债合</b>	579998	847355	912388	1056992	1267397	所得税	10903	13934	18390	24300	32187
短期借款	16577	16109	17000	19000	21000	净利润	28350	37208	49721	65700	87024
应付账款	138048	173439	184688	252505	357208	少数股东损益	7328	9157	12236	16168	21416
预收款项	274646	407706	460536	531687	630861	归属母公司净	21023	28052	37485	49532	65608
一年内到期	26773	46164	50000	52000	54000	EBITDA	42584	55427	73301	96814	126937
<b>非流动负债</b>	88999	131318	192842	224707	246707	EPS (元)	1.90	2.54	3.40	4.49	5.94
长期借款	56406	96029	156029	186029	206029	<b>主要财务比</b>					
应付债券	29108	32323	34000	36000	38000	率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>负债合计</b>	668998	978673	1105230	1281699	1514104	成长能力					
少数股东权	48232	53999	66234	82403	103818	营业收入增长	23.0%	1.0%	45.0%	34.7%	39.4%
实收资本	11039	11039	11039	11039	11039	营业利润增长	17.8%	30.2%	32.6%	32.5%	32.7%
资本公积	8268	8329	8329	8329	8329	归属于母公司	16.0%	33.4%	33.6%	32.1%	32.5%
未分配利润	61200	77172	73423	68470	61909	获利能力					
归属母公司	113445	132675	155260	184979	224344	毛利率(%)	29.4%	34.1%	34.0%	33.0%	32.0%
<b>负债和所有</b>	830674	1165347	1326724	1549080	1842266	净利率(%)	11.8%	15.3%	14.1%	13.9%	13.2%
<b>现金流</b>	单位:百万元					总资产	2.5%	2.4%	2.8%	3.2%	
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	18.5%	21.1%	24.1%	26.8%	29.2%
<b>经营活动现</b>	39566	82323	83515	50260	76415	偿债能力					
净利润	28350	37208	49721	65700	87024	资产负债率(%)	81%	84%	83%	83%	82%
折旧摊销	1968.57	2538.62	0.00	1109.42	1109.42	流动比率	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3
财务费用	1592	2075	4821	6445	7357	速动比率	0.4	0.5	0.6	0.6	0.5
应收账款减	0	0	-497	-669	-1024	营运能力					
预收帐款增	0	0	52830	71151	99174	总资产周转率	0.3	0.2	0.3	0.3	0.4
<b>投资活动现</b>	-43389	-51613	3180	6245	7745	应收账款周转	104.9	138.5	209.5	209.5	212.5
公允价值变	0	0	0	0	0	应付账款周转	2.1	1.6	2.0	2.2	2.2
长期股权投	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	5014	6245	6245	6245	6245	每股收益(最新	1.9	2.5	3.4	4.5	5.9
<b>筹资活动现</b>	31297	55265	28442	-9258	-28601	每股净现金流	2.5	7.8	10.4	4.3	5.0
应付债券增	0	0	1677	2000	2000	每股净资产(最	10.3	12.0	14.1	16.8	20.3
长期借款增	0	0	60000	30000	20000	估值比率					
普通股增加	-12	0	0	0	0	P/E	11.4	8.6	6.4	4.8	3.7
资本公积增	93	61	0	0	0	P/B	2.1	1.8	1.5	1.3	1.1
<b>现金净增加</b>	27474	85974	115137	47246	55559	EV/EBITDA	6.6	4.6	7.1	2.0	1.3

资料来源: 公司财报、东兴证券研究

## 分析师简介

### 郑闽钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

## 研究助理简介

### 任鹤

清华大学土木工程专业本硕，法学双学士，3 年房地产行业工作经历，一级注册建造师，中级房地产经济师。2018 年加入东兴证券研究所，关注房地产行业。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有,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、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。