

销售靛眼，投资坚持深耕一二线
买入（维持）

2019年03月05日

证券分析师 齐东

执业证号：S0600517110004
021-60199775

qid@dwzq.com.cn

研究助理 陈鹏

chenp@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	242,897	312,924	396,882	491,935
同比（%）	1.0%	28.8%	26.8%	24.0%
归母净利润（百万元）	28,052	33,117	44,082	53,216
同比（%）	33.4%	18.1%	33.1%	20.7%
每股收益（元/股）	2.54	3.00	3.99	4.82
P/E（倍）	11.69	9.90	7.44	6.16

事件

■ **万科公告 2019 年 2 月经营数据**：2019 年 2 月份公司实现合同销售金额 431.9 亿元，同比增长 21.3%；销售面积 246.7 万平方米，同比增长 2.7%。2019 年 1-2 月，累计销售金额 920.7 亿元，同比减少 11.1%；累计销售面积 564.4 万平方米，同比减少 17.6%。

点评

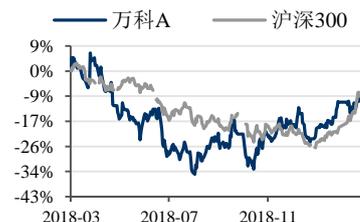
■ **2 月单月销售增速转负为正**。万科 2019 年 2 月份实现合同销售金额 431.9 亿元，同比增长 21.3%；销售面积 246.7 万平方米，同比增长 2.7%；销售均价为 17507 元/平米，同比增长 18%，销售均价增长较多主要系推盘主要布局在核心一二线城市。2019 年 1-2 月，累计销售金额 920.7 亿元，同比减少 11.1%；累计销售面积 564.4 万平方米，同比减少 17.6%。根据 CRIC 公布的房企销售金额排行榜，公司位列行业第二位。

■ **投资力度稍有回落**。万科 2 月份共获取 9 个新项目，其中 6 个为住宅开发类地产项目，3 个为物流地产项目。公司单月新增土地项目建筑面积达 184 万平米；拿地总成本 138 亿元，同比减少 25%（不包括物流项目），拿地金额平均权益比例为 97%。2 月拿地金额占销售金额比重为 32%，较前值提升 7 个百分点，但仍保持低位；单月拿地均价 7508 元/平米，拿地均价较高主要系佛山、福州地块均价均超 10000 元/平米。从累计数据来看，公司 1-2 月累计拿地成本 263 亿元，同比减少 19%；新增建面达 458 万平米，同比减少 32%；公司稳控拿地节奏，确保土地储备规模持续提升。

■ **投资建议**：万科作为行业龙头，坚持“三大都市圈+中西部重点城市”的城市布局，销售规模持续扩张，拿地力度持续提升。多元化业务将成为公司未来提升估值的核心点，目前公司在物流地产、物业管理、长租公寓、商业地产等方面进行了前瞻布局，领先同业。我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 3.00、3.99、4.82 元，对应 PE 分别是 9.90、7.44、6.16 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示**：行业销售波动；政策调整导致经营风险（棚改、调控、税收政策等）；融资环境变动（按揭、开发贷、利率调整等）；企业运营风险（人员变动、施工、拿地等）；汇率波动风险；棚改货币化不达预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	29.70
一年最低/最高价	19.75/33.17
市净率(倍)	2.34
流通 A 股市值(百万元)	288540.55

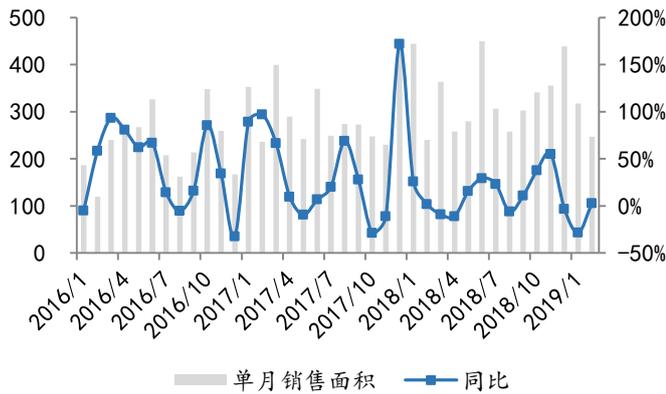
基础数据

每股净资产(元)	12.68
资产负债率(%)	84.93
总股本(百万股)	11039.15
流通 A 股(百万股)	9715.17

相关研究

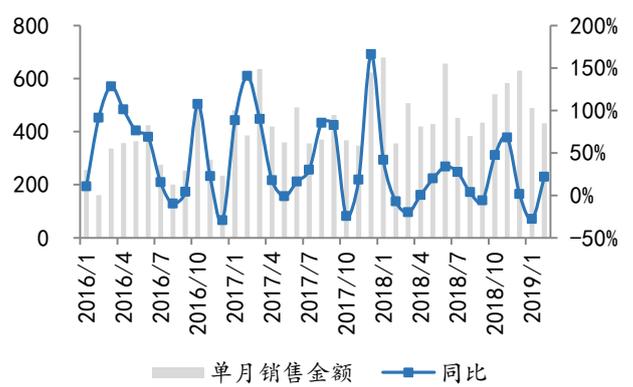
- 1、《万科 A (000002)：投资稳健，全年销售突破 6000 亿大关》2019-01-05
- 2、《万科 A (000002)：单月销售增速创年内新高，坚定布局一二线》2018-12-05
- 3、《万科 A (000002)：10 月销售增速创年内新高，投资持续稳健》2018-11-05

图 1: 万科单月销售面积 (万平方米) 及增速



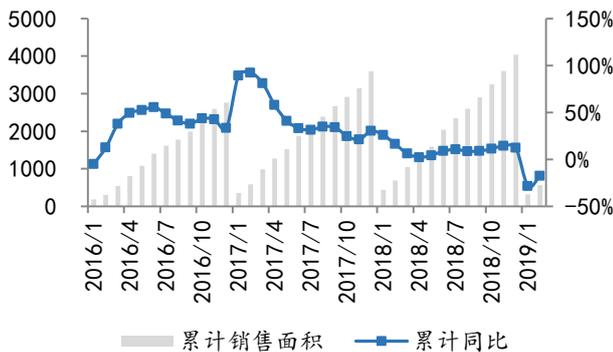
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 2: 万科单月销售金额 (亿元) 及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 3: 万科累计销售面积 (万平方米) 及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 4: 万科累计销售金额 (亿元) 及增速



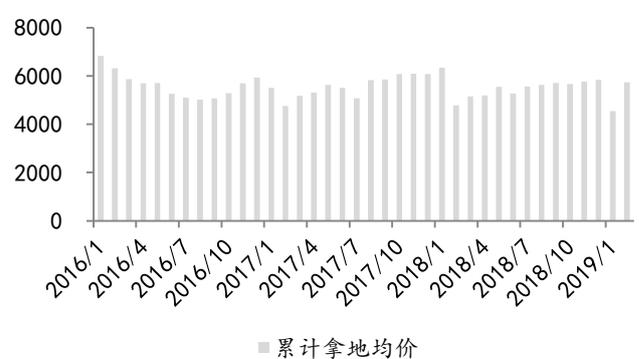
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 5: 万科累计销售均价 (元/平方米)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 6: 万科累计拿地均价 (元/平方米)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

万科 A 三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	1,017,553	1,093,954	1,233,336	1,482,223	营业收入	242,897	312,924	396,882	491,935
现金	174,121	187,440	191,671	340,820	减:营业成本	160,080	211,318	263,212	326,989
应收账款	1,433	1,697	3,265	3,763	营业税金及附加	19,722	25,408	32,225	39,943
存货	598,088	626,943	657,018	705,437	营业费用	6,262	8,067	10,232	12,682
其他流动资产	243,911	277,874	381,382	432,203	管理费用	8,866	11,422	14,486	17,956
非流动资产	147,794	175,398	206,744	239,993	财务费用	2,075	1,747	1,903	1,558
长期股权投资	81,224	95,931	110,872	125,319	资产减值损失	1,319	1,433	1,737	2,379
固定资产	7,099	8,993	11,455	14,195	加:投资净收益	6,245	6,465	6,789	6,110
在建工程	1,022	3,823	6,283	8,387	其他收益	0	3	1	1
无形资产	1,438	1,375	1,313	1,178	营业利润	50,813	59,997	79,876	96,538
其他非流动资产	57,011	65,276	76,821	90,914	加:营业外净收支	329	176	222	155
资产总计	1,165,347	1,269,352	1,440,080	1,722,216	利润总额	51,142	60,173	80,097	96,693
流动负债	847,355	907,598	1,020,824	1,238,289	减:所得税费用	13,934	16,247	21,626	26,107
短期借款	16,109	16,914	17,760	18,648	少数股东损益	9,157	10,810	14,389	17,370
应付账款	173,439	194,070	217,199	267,230	归属母公司净利润	28,052	33,117	44,082	53,216
其他流动负债	657,807	696,614	785,865	952,412	EBIT	56,179	61,920	82,001	98,251
非流动负债	131,318	141,089	148,151	150,894	EBITDA	58,108	63,610	84,244	101,167
长期借款	128,352	137,969	144,869	147,440					
其他非流动负债	2,966	3,119	3,282	3,454	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	978,673	1,048,686	1,168,975	1,389,183	每股收益(元)	2.54	3.00	3.99	4.82
少数股东权益	53,999	64,808	79,198	96,568	每股净资产(元)	12.02	14.12	17.38	21.42
归属母公司股东权益	132,675	155,857	191,908	236,465	发行在外股份(百万股)	11039	11039	11039	11039
负债和股东权益	1,165,347	1,269,352	1,440,080	1,722,216	ROIC(%)	12.5%	13.0%	14.9%	15.5%
					ROE(%)	19.9%	19.9%	21.6%	21.2%
					毛利率(%)	34.1%	32.5%	33.7%	33.5%
现金流量表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	销售净利率(%)	11.5%	10.6%	11.1%	10.8%
经营活动现金流	82,323	48,465	20,712	171,536	资产负债率(%)	84.0%	82.6%	81.2%	80.7%
投资活动现金流	-51,613	-22,342	-24,773	-27,621	收入增长率(%)	1.0%	28.8%	26.8%	24.0%
筹资活动现金流	55,265	-12,804	8,293	5,234	净利润增长率(%)	33.4%	18.1%	33.1%	20.7%
现金净增加额	84,836	13,319	4,231	149,149	P/E	11.69	9.90	7.44	6.16
折旧和摊销	1,929	1,689	2,243	2,916	P/B	2.47	2.10	1.71	1.39
资本开支	2,360	4,564	4,803	4,614	EV/EBITDA	6.90	6.25	5.05	3.06
营运资本变动	234,646	8,026	-33,118	104,987					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

