

先为不可胜，回归基本盘

投资要点

- **业绩总结:** 公司公布年报, 2018年实现营业收入 2,976.8 亿元, 同比增长 22.6%; 实现归母净利润 337.7 亿元, 同比增长 20.4%; 拟每 10 股派送股息 10.7 元 (含税)。
- **业绩基本符合预期, 净利率稳中有升。** 公司 2018 年业绩相当于我们此前预测的 95.6%, 表现基本符合预期。地产开发业务结算毛利率提升 3.9 个百分点至 29.7%, 带动了公司整体净利率提升 1.2 个百分点至 16.6%。其他影响业绩的因素: 1) 少数股东权益同比增长 69.2% 至 155.0 亿 (而来自联合营企业的投资收益为 62.8 亿, 同比增长 37.4%); 2) 人民币贬值导致汇兑损失约 13.2 亿; 3) 融资规模的增加导致利息净支出增长 178.6% 至 43.4 亿; 4) 计提存货跌价准备影响业绩约 6.0 个亿。另外, 2018 年末公司已售未结金额 5307.1 亿元 (+28.1%)。
- **地产销售增长放缓, 拿地依然偏重一二线。** 2018 年公司完成销售 6,069.5 亿 (+14.5%), 销售单价 15,000 元每平方米 (相比同期结算单价增长 15.7%), 增速较 2017 年的 45.3% 明显放缓, 市占率为 4.1% (同比仅提升 0.1 个百分点)。公司拿地偏重一二线, 按权益拿地金额口径 2018 年 81.4% 的新增土储位居一二线。截止 2018 年末, 公司土储 (含旧改) 权益建面约 9329.4 万方 (其中 26.7% 为 2018 新增)。2019 年计划新开工和计划竣工面积相比 2018 年实际情况分别增长 20.6% 和 11.6%, 公司货值铺排依然较为积极。
- **物业、长租、商业、物流等业务表现抢眼。** 公司的非住宅业务规模很大, 大部分具备分拆上市的基础。万科物业连续 9 年稳居行业综合实业第一, 2018 年收入 98.0 亿; “泊寓” 长租公寓覆盖 35 城市, 累计开业超过 6 万间, 为国内集中式租赁公寓规模第一; 商业方面, 公司管理的建面 1300 万方 (其中印力管的近 1000 万方); 万纬物流已成为国内领先的物流服务商, 2018 年新增项目快速上量, 年末累计进入 42 个城市, 获取 124 个物流地产项目, 可租赁建面达到 971 万方 (约 50% 的项目在运营中)。
- **盈利预测与评级。** 预计 2019-2021 年 EPS 分别为 3.82 元、4.43 元、5.08 元, 对应的 PE 分别为 7.4X、6.4X 和 5.5X, 考虑到公司回归基本盘, 财务指标安全稳健, 新业务存在分拆提估值的可能, 给予公司 2019 年 9 倍估值, 对应目标价 34.38 元, 维持 “买入” 评级。
- **风险提示:** 销售增长或低于预期、园区地产协同效应持续性或不强等。

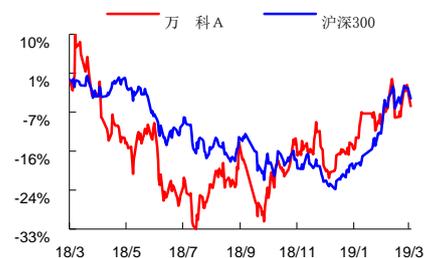
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	297679.33	360798.78	426453.25	493115.76
增长率	22.55%	21.20%	18.20%	15.63%
归属母公司净利润 (百万元)	33773.65	42125.10	48917.27	56055.31
增长率	20.40%	24.73%	16.12%	14.59%
每股收益 EPS (元)	3.06	3.82	4.43	5.08
净资产收益率 ROE	20.91%	21.20%	20.47%	19.67%
PE	9.2	7.4	6.4	5.5
PB	1.32	1.07	0.89	0.75

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

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)	20.59-34.16
总市值(亿元)	3,108.63
总资产(亿元)	15,285.79
每股净资产(元)	14.11

相关研究

1. 万科 A (000002): 销售同比高增, 拿地依然积极 (2018-12-06)
2. 万科 A (000002): 营销力度加大, 销售环比回升 (2018-11-05)
3. 万科 A (000002): 住宅业务符合预期, 长租业务持续发力 (2018-10-29)
4. 万科 A (000002): 销售增速放缓, 拿地更趋谨慎 (2018-10-11)
5. 万科 A (000002): 销售略低于预期, 拿地增速同比放缓 (2018-09-07)
6. 万科 A (000002): 业绩符合预期, 长租值得关注 (2018-08-21)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	297679.33	360798.78	426453.25	493115.76	净利润	49273.29	61458.01	71367.39	81781.37
营业成本	186104.22	229501.99	271826.39	314748.11	折旧与摊销	2921.94	1526.58	1533.71	1541.31
营业税金及附加	23176.06	28090.28	33201.86	38391.92	财务费用	5998.57	2780.38	3153.78	3446.73
销售费用	7868.08	9536.41	11271.75	13033.73	资产减值损失	2354.25	1230.00	1230.00	1230.00
管理费用	10340.81	12533.45	14814.16	17129.89	经营营运资本变动	4949.97	-401667.81	-171240.58	-64799.50
财务费用	5998.57	2780.38	3153.78	3446.73	其他	-31879.84	-7203.34	-8077.07	-8069.65
资产减值损失	2354.25	1230.00	1230.00	1230.00	经营活动现金流净额	33618.18	-341876.17	-102032.77	15130.26
投资收益	6787.93	6787.93	6787.93	6787.93	资本支出	-5720.56	-100.00	-130.00	-130.00
公允价值变动损益	86.63	86.63	86.63	86.63	其他	-61643.87	3881.57	3881.57	3881.57
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-67364.44	3781.57	3751.57	3751.57
营业利润	67498.61	84000.84	97829.89	112009.95	短期借款	-6006.94	171380.70	96286.96	-18444.67
其他非经营损益	-38.41	0.00	0.00	0.00	长期借款	24900.01	23900.00	23900.00	23900.00
利润总额	67460.20	84000.84	97829.89	112009.95	股权融资	-323.64	0.00	0.00	0.00
所得税	18187.91	22542.82	26462.50	30228.58	支付股利	-3159.54	-10132.10	-12637.53	-14675.18
净利润	49272.29	61458.01	71367.39	81781.37	其他	29387.75	608.43	-2702.78	-2995.73
少数股东损益	15499.64	19332.92	22450.12	25726.06	筹资活动现金流净额	44797.65	185757.04	104846.65	-12215.58
归属母公司股东净利润	33773.65	42125.10	48917.27	56055.31	现金流量净额	11342.16	-152337.57	6565.45	6666.25
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	188417.45	36079.88	42645.33	49311.58	成长能力				
应收和预付款项	77539.63	95587.55	113210.94	131083.48	销售收入增长率	22.55%	21.20%	18.20%	15.63%
存货	750302.63	853949.85	1040344.76	1204165.58	营业利润增长率	32.84%	24.45%	16.46%	14.49%
其他流动资产	278812.15	29581.61	32798.98	36065.75	净利润增长率	32.42%	24.73%	16.12%	14.59%
长期股权投资	129527.66	129527.66	129527.66	129527.66	EBITDA 增长率	39.41%	15.56%	16.09%	14.13%
投资性房地产	54055.78	54055.78	54055.78	54055.78	获利能力				
固定资产和在建工程	13446.81	12977.05	12523.02	12064.24	毛利率	37.48%	36.39%	36.26%	36.17%
无形资产和开发支出	5169.69	4717.30	4272.05	3823.96	三费率	8.13%	6.89%	6.86%	6.82%
其他非流动资产	31307.56	33796.13	36284.70	38773.27	净利率	16.55%	17.03%	16.74%	16.58%
资产总计	1528579.36	1250272.81	1465663.21	1658871.29	ROE	20.91%	21.20%	20.47%	19.67%
短期借款	10101.92	181482.62	277769.57	259324.91	ROA	3.22%	4.92%	4.87%	4.93%
应付和预收款项	24755.68	227928.55	190941.90	251759.33	ROIC	55.36%	20.80%	12.35%	11.71%
长期借款	120929.06	144829.06	168729.06	192629.06	EBITDA/销售收入	25.67%	24.48%	24.04%	23.73%
其他负债	1137171.98	406148.12	479608.35	539437.49	营运能力				
负债合计	1292958.63	960388.34	1117048.88	1243150.78	总资产周转率	0.22	0.26	0.31	0.32
股本	11039.15	11039.15	11039.15	11039.15	固定资产周转率	31.95	31.93	39.35	47.50
资本公积	8005.63	8005.63	8005.63	8005.63	应收账款周转率	197.21	205.66	203.32	201.28
留存收益	139118.10	171111.10	207390.84	248770.97	存货周转率	0.28	0.29	0.29	0.28
归属母公司股东权益	155764.13	190694.95	226974.69	268354.82	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	133.75%	—	—	—
少数股东权益	79856.60	99189.52	121639.64	147365.70	资本结构				
股东权益合计	235620.73	289884.46	348614.33	415720.52	资产负债率	84.59%	76.81%	76.21%	74.94%
负债和股东权益合计	1528579.36	1250272.81	1465663.21	1658871.29	带息债务/总负债	13.78%	38.88%	44.19%	40.14%
					流动比率	1.15	1.33	1.37	1.42
					速动比率	0.49	0.21	0.21	0.22
					股利支付率	9.36%	24.05%	25.83%	26.18%
					每股指标				
					每股收益	3.06	3.82	4.43	5.08
					每股净资产	21.34	26.26	31.58	37.66
					每股经营现金	3.05	-30.97	-9.24	1.37
					每股股利	0.29	0.92	1.14	1.33
业绩和估值指标									
EBITDA	76419.12	88307.80	102517.37	116997.99					
PE	9.20	7.38	6.35	5.55					
PB	1.32	1.07	0.89	0.75					
PS	1.04	0.86	0.73	0.63					
EV/EBITDA	2.22	5.82	6.09	5.30					
股息率	1.02%	3.26%	4.07%	4.72%					

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
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@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
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@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
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn