

战略重归“基本盘”，洞见未来

投资要点:

1. 事件

公司发布了2018年年度报告。报告期内，公司实现营业收入2976.8亿元，同比增长22.55%；公司实现归属上市公司股东的净利润337.7亿元，同比增长20.39%，扣非后归属上市公司股东的净利润为334.9亿元，同比增长22.77%；公司基本每股收益为3.06元，同比增长20.39%，符合预期。公司2018年度利润分配预案为：以2018年末公司总股份数11,039,152,001股计算，每10股派送人民币10.70元（含税）现金股息，共派发现金股息人民币118.1亿元（含税）。

2. 我们的分析与判断

（一）营收和归母净利润实现双位数增长

2018年公司实现营业收入2976.8亿元，同比增长22.6%；实现归母净利润337.7亿元，同比增22.4%。营收及归母净利润均实现两位数增长。销售毛利率由2017年的34.1%提升至37.5%，销售净利率由2017年的15.3%提升至16.6%，盈利能力提升。三费率由2017年的7.1%变至8.4%。全面摊薄的净资产收益率为21.7%，较2017年增加0.54个百分点。

（二）结算收入增长，市场份额提高

2018年公司实现销售面积4037.7万平方米，销售金额6069.5亿元，分别增长12.3%和14.5%。2018年，公司在全国商品房市场的份额上升至4.05%（2017年：3.96%），在24个城市的销售金额位列当地第一。2018年，公司实现结算面积2191.4万平方米，同比增长10.7%；实现结算收入2846.2亿元，同比增长22.1%；房地产业务的结算均价为12988元/平米就（2017年：11765元/平米）。已售未结算资源规模上升，截止2018年末，公司有3710.2万平方米已售资源未竣工结算，合同金额合计约5307.1亿元，较2017年末分别增长25.2%和28.1%。

（三）开工积极稳健，拿地趋于谨慎

2018年公司开发项目新开工面积约4994.8万平方米，同比增长36.7%。公司2018年拿地趋于谨慎。全年新获取项目227个，总规划建筑面积4681.4万平方米，新增项目均价为5427元/平米。按建筑面积计算72.1%位于一二线城市，符合公司深耕一二线城市的战略。

公司未来项目资源能够满足持续发展的需要。2018年末，集团在建项目总建筑面积9012.7万平方米，权益建筑面积5402.1万平方米，规划中项目总建筑面积5936.2万平方米。

分区域看，公司房地产业务的结算收入中，南方区域、上海区域、北方区域和中西部区域的占比分别为26.94%、29.33%、24.18%、19.55%。

万科 A (000002.SZ)

推荐 维持评级

分析师

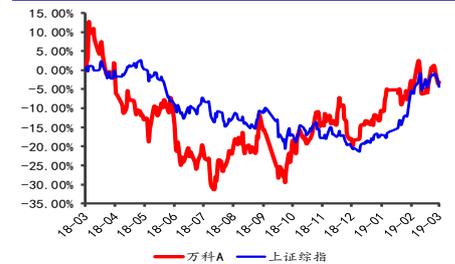
潘玮 房地产行业分析师

☎: (8610) 6656 8212

✉: panwei@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511070002

相对上证指数表现图



资料来源: wind

市场数据

时间 2019.03.26

A 股收盘价(元)	28.29
A 股一年内最高价(元)	30.52
A 股一年内最低价(元)	23.67
上证指数	2997.1
市净率	2.0
总股本(百万股)	11039.15
实际流通 A 股(百万股)	9715.17
限售的流通 A 股(百万股)	9.03
流通 A 股市值(亿元)	2748.42

（四）物业服务业务营收稳健增长，租赁业务继续发展

2018年，万科物业实现营业收入98亿元，同比增长33%，并深入参与国企混改项目，包括报告期内，万科物业深入参与国企混改项目，包括：联手珠海横琴打造国内首个“物业城市”治理模式；入股天津生态城生恒生态物业服务有限公司；携手东莞市滨海湾新区控股有限公司组建东莞滨海湾万科物业服务有限公司。

公司继续围绕核心城市加大对租赁住宅的布局。截至目前，公司长租公寓业务覆盖35个主要城市，累计开业超过6万间，开业6个月以上项目的平均出租率约92%。以青年公寓“泊寓”为主要产品线，探索为不同阶段客户提供长期租住解决方案。

（五）商业运营稳步推进，物流仓储国内领先

截至2018年底，公司管理商业项目共计210余个，总建筑面积超过1300万平方米。其中，印力集团作为公司商业开发与运营平台，专注于国内商业地产的投资、开发和运营管理，运营项目逾120个，遍布国内50多个城市，管理面积近1000万平米，管理的商业项目品牌包括印象城MEGA、印象城、印象汇、印象里、万科广场等。期内，印力集团联合收购的凯德20家购物中心完成交割。

公司旗下万纬物流专注于高标仓储投资、开发选址、招商运营、资产管理等环节，经过近四年发展，已成为国内领先的物流服务商，服务的客户超过600家，涵盖电商类、快递快运类、制造业类、餐饮类、零售商超类等各个领域。万纬物流持续完善全国地网布局。2018年新获取项目64个，合计可租赁物业的建筑面积约为494万平方米。截至本报告披露日，万纬物流进驻42个城市，已获得124个项目，可租赁物业的建筑面积约971万平方米，其中已运营项目62个，其中稳定运营项目平均出租率为96%。

（六）广泛拓展其他业务

城市更新与产业升级为标准办公与产业园业务带来发展机会。截至2018年底，公司在超过20个城市开展标准办公与产业园的建设和运营管理业务，管理标准办公项目70余个，产业园项目30余个，管理面积合计约700万平方米。

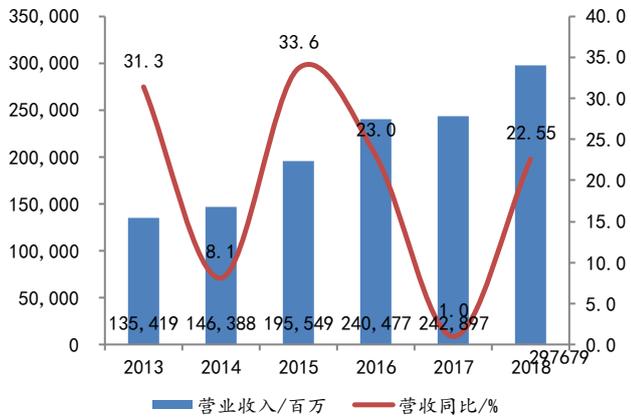
3. 投资建议

基于对公司开发项目储备以及对公司布局市场销售行情的考虑，我们预计公司2019-2020年的每股收益分别为4.1、4.8元。以3月26日28.29元的收盘价计算，对应的动态市盈率分别为6.9倍、5.9倍，市净率2.0倍。参照可比公司估值水平，公司2019年的动态市盈率为6.9倍，低于均值9.2倍，具有吸引力。公司未来的策略是，发挥混合所有制企业机制优势，围绕“城乡建设和生活服务商”战略定位，依托事业合伙人机制，“坚持以客户为中心，以现金流为基础，合伙奋斗，持续创造更多真实价值，实现有质量发展”，稳住基本盘，成长为具有全球竞争力的世界一流企业。继续维持“推荐”评级。

4. 风险提示

房价大幅下跌风险，棚改不及预期风险等。

图 1: 万科 A 营业收入及同比增速



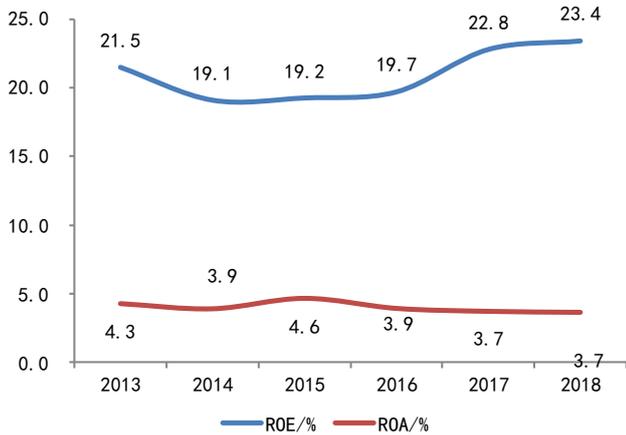
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 2: 万科 A 归母净利润及同比增速



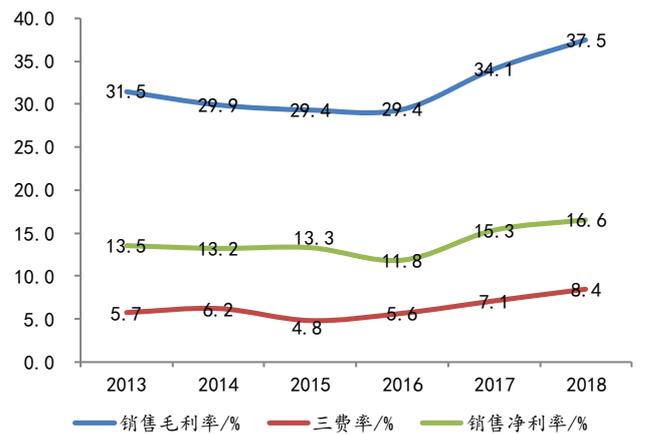
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 3: 万科 AROE 及 ROA 历年变化



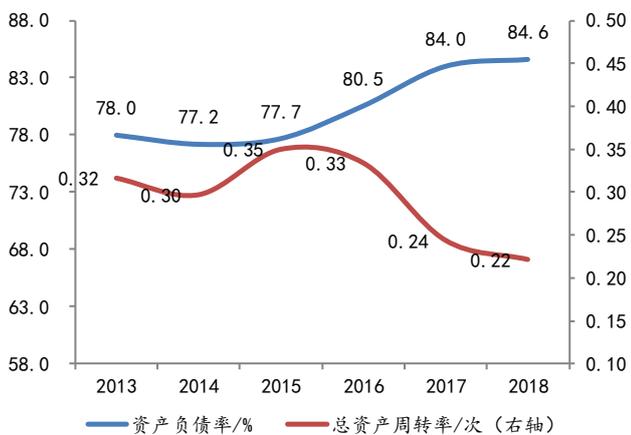
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 4: 万科 A 销售毛利率、三费率及销售净利率



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 5: 万科 A 资产负债率及总资产周转率



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

潘玮，房地产行业证券分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn