

一季度竣工结转加速，利润稳健释放 买入（维持）

2019年04月30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	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	297,679	367,426	444,328	522,485
同比（%）	22.6%	23.4%	20.9%	17.6%
净利润（百万元）	33,773	41,312	48,663	57,097
同比（%）	20.4%	22.3%	17.8%	17.3%
每股收益（元/股）	3.06	3.66	4.31	5.05
P/E（倍）	9.59	8.03	6.82	5.81

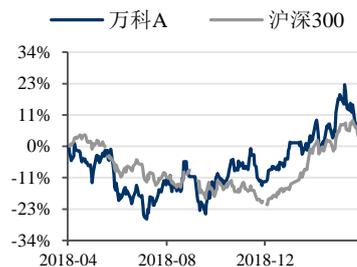
事件

- **万科 A 公布 2019 一季报：**2019 年一季度公司实现营业收入 483.75 亿元，同比增长 56.93%；实现归母净利润 11.21 亿元，同比增长 25.23%；基本每股收益 0.102 元。

点评

- **一季度竣工结转加速，利润稳健释放。**2019 年 1 季度公司实现营业收入 483.75 亿元，同比增长 56.93%；实现归母净利润 11.21 亿元，同比增长 25.23%，归母净利润增速低于营收增速主要因本期少数股东权益占比较高，占净利润比例为 65%。房地产业务实现结算面积 310.8 万平方米，同比增长 88.2%；结算收入 455.9 亿元，同比增长 64.0%。公司 1 季度实现销售面积 924.8 万平方米，销售金额 1494.4 亿元，同比分别下降 11.8% 和 3.1%。截止 1 季度末，公司合同负债规模 5330.9 亿元；合并报表范围内有 5863.5 亿元的已售未结算资源，较 2018 年底增加 556.4 亿元，锁定未来两年业绩。从开工情况看，一季度公司新开工 1019.4 万平方米，同比下降 9.8%，占全年开工计划的 28.2%（2018 年同期为 31.9%）；竣工面积 222.8 万平方米，同比增长 44.2%，占全年竣工计划的 7.2%（2018 年同期为 5.9%）。
- **毛利率及净利率稳定提升，投资较为理性。**2019 年 1 季度公司销售毛利率为 35.0%，销售净利率为 6.6%，同比均增长 0.9 个百分点。公司结算毛利率保持稳中有升；净利率提升主要由于当期销售及管理费用增速小于收入增速，使得销售期间费用率从 14.7% 下降至 12.3%。1 季度万科新增增加开发项目 19 个，总规划建筑面积 598.5 万平方米，权益规划建筑面积 437.2 万平方米。1 季度新增拿地面积占当期销售面积的比例为 64.7%，投资较为理性。截止一季度末，公司在建项目总建筑面积 9790.8 万平方米，规划中项目总建筑面积 5536.0 万平方米，同时公司还有 347.7 万平方米（权益口径）的旧城改造项目。
- **经营稳健，财务状况良好。**截止 1 季度末，万科持有货币资金 1432.2 亿元；资产负债率 84.8%，较 2018 年底小幅上升 0.2 个百分点；净负债率 44.8%，继续保持行业低位。
- **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”城市布局，销售规模持续扩张，拿地力度持续提升。同时在多元化业务方面，万科在物流地产、物业管理、长租公寓、商业地产等方面进行了前瞻布局，现在已逐渐成熟。预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 3.66、4.31、5.05 元，对应 PE 分别是 8.03、6.82、5.81 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；融资环境变动；企业运营风险；棚改货币化不达预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	29.35
一年最低/最高价	19.75/33.60
市净率(倍)	2.06
流通 A 股市值(百万元)	285140.24

基础数据

每股净资产(元)	14.27
资产负债率(%)	84.77
总股本(百万股)	11302.14
流通 A 股(百万股)	9715.17

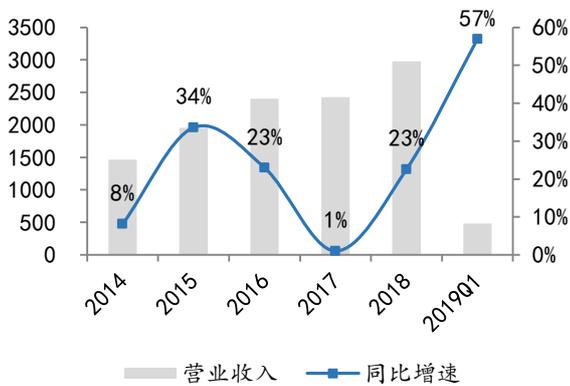
相关研究

- 1、《万科 A (000002)：销售稳健，继续深耕一二线城市》2019-04-03
- 2、《万科 A (000002)：先为不可胜、稳住基本盘、业绩确定性》2019-03-26
- 3、《万科 A (000002)：销售靓丽，投资坚持深耕一二线》2019-03-05

1. 一季度竣工结转加速，利润稳健释放

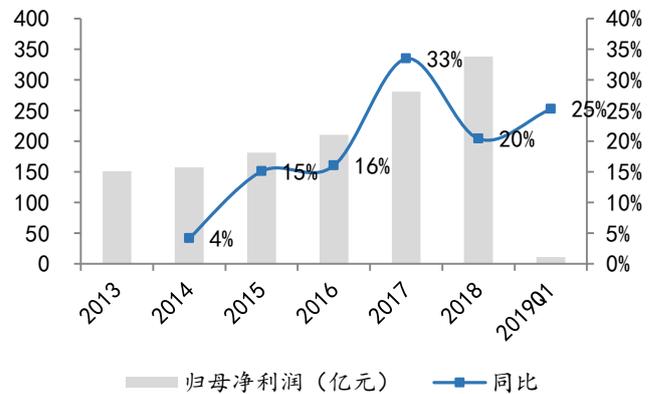
2019年1季度公司实现营业收入483.75亿元，同比增长56.93%；实现归母净利润11.21亿元，同比增长25.23%，归母净利润增速低于营收增速主要因本期少数股东权益占比较高，占净利润比例为65%。房地产业务实现结算面积310.8万平方米，同比增长88.2%；结算收入455.9亿元，同比增长64.0%。公司1季度实现销售面积924.8万平方米，销售金额1494.4亿元，同比分别下降11.8%和3.1%。截止1季度末，公司合同负债规模5330.9亿元；合并报表范围内有5863.5亿元的已售未结算资源，较2018年底增加556.4亿元，锁定未来两年业绩。从开竣工情况看，一季度公司新开工1019.4万平方米，同比下降9.8%，占全年开工计划的28.2%（2018年同期为31.9%）；竣工面积222.8万平方米，同比增长44.2%，占全年竣工计划的7.2%（2018年同期为5.9%）。

图1：万科A营业收入（亿元）及增速



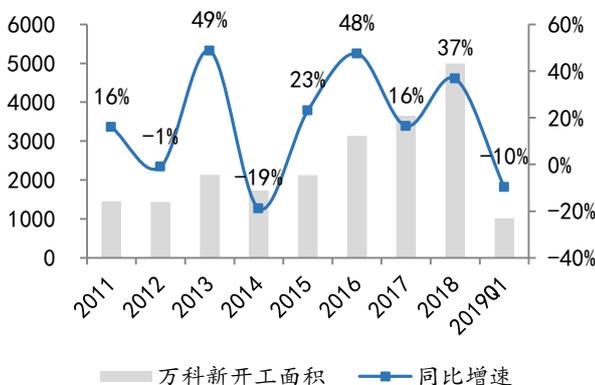
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：万科A归母净利润（亿元）及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图3：万科A新开工面积（万平方米）及增速



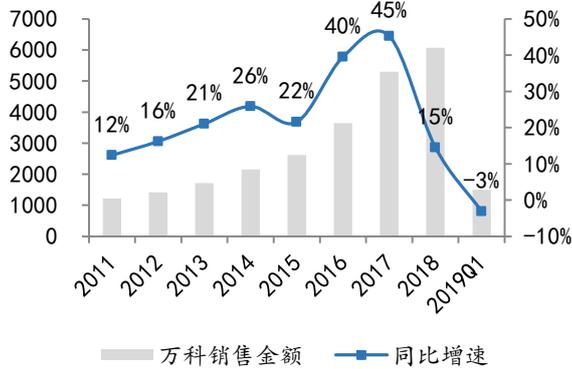
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4：万科A竣工面积（万平方米）及增速



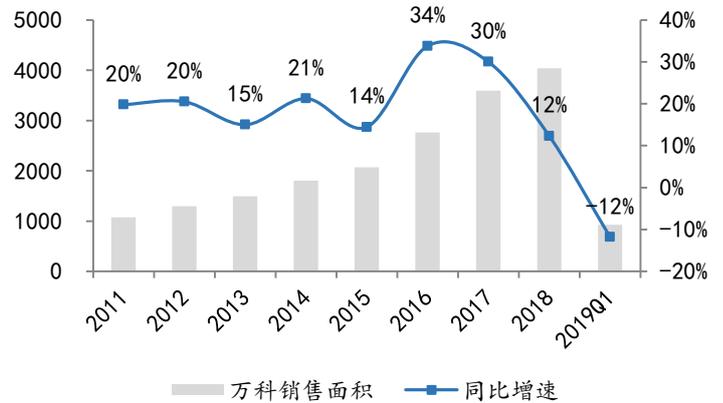
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 5：万科 A 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 6：万科 A 销售面积（万平方米）及增速

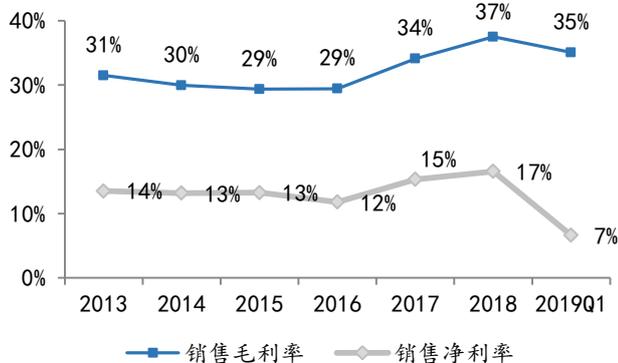


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 毛利率及净利率稳定提升，投资较为理性

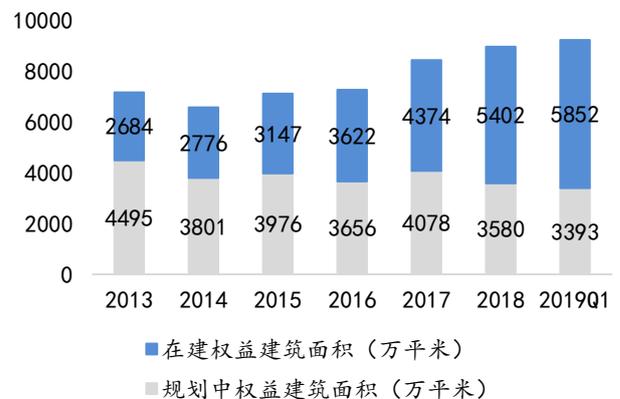
2019 年 1 季度公司销售毛利率为 35.0%，销售净利率为 6.6%，同比均增长 0.9 个百分点。公司结算毛利率保持稳中有升；净利率提升主要由于当期销售费用及管理费用增速小于收入增速，使得销售期间费用率从 14.7% 下降至 12.3%。1 季度万科新增加开发项目 19 个，总规划建筑面积 598.5 万平方米，权益规划建筑面积 437.2 万平方米。1 季度新增拿地面积占当期销售面积的比例为 64.7%，投资较为理性。截止一季度末，公司在建项目总建筑面积 9790.8 万平方米，规划中项目总建筑面积 5536.0 万平方米，同时公司还有 347.7 万平方米（权益口径）的旧城改造项目。

图 7：万科 A 销售毛利率及净利率走势



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 8：万科 A 在建+规划中权益建筑（万平方米）

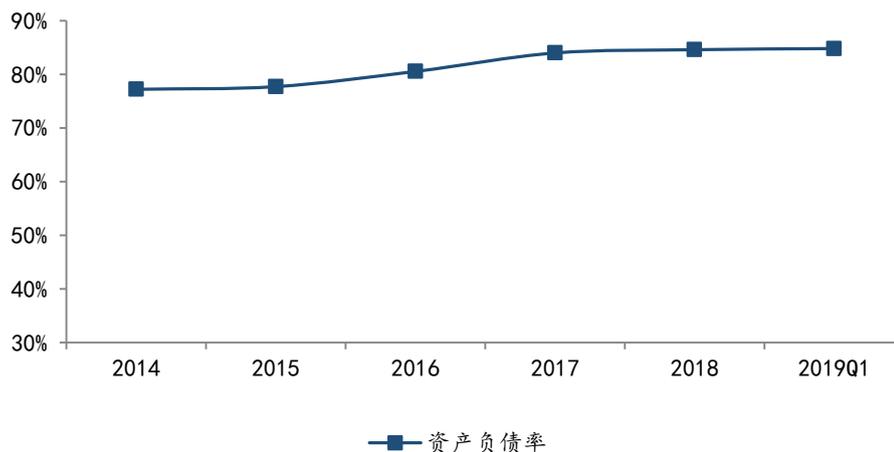


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 经营稳健，财务状况良好

经营稳健，财务状况良好。截止1季度末，万科持有货币资金1432.2亿元；资产负债率84.8%，较2018年底小幅上升0.2个百分点；净负债率44.8%，继续保持行业低位。

图9：万科A资产负债率走势



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 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”城市布局，销售规模持续扩张，拿地力度持续提升。同时在多元化业务方面，万科在物流地产、物业管理、长租公寓、商业地产等方面进行了前瞻布局，现在已逐渐成熟。预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 3.66、4.31、5.05 元，对应 PE 分别是 8.03、6.82、5.81 倍，维持“买入”评级。

5. 风险提示

- 1) 行业销售规模波动较大：行业销售规模整体下滑，房企销售回款将产生困难。
- 2) 政策调整导致经营风险：按揭贷款利率大幅上行，购房者购房按揭还款金额将明显上升；税收政策持续收紧，房地产销售将承压，带来销售规模下滑。
- 3) 融资环境全面收紧：银行贷款额度紧张，债券发行利率上行，加剧企业流动性压力。
- 4) 企业运营风险：企业高管及核心业务骨干人员变动，施工进度变缓，拿地力度过于激进暴露资金短缺风险。
- 5) 汇率波动风险：汇率波动超预期，企业面临汇率风险持续加大。
- 6) 棚改货币化不达预期：棚改货币化比例大幅下降，三四线城市地产销售全面承压。

万科 A 三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,295,072	1,354,695	1,513,872	1,651,251	营业收入	297,679	367,426	444,328	522,485
现金	188,417	188,108	219,959	266,330	减:营业成本	186,104	231,956	281,319	330,576
应收账款	1,589	1,802	1,926	2,059	营业税金及附加	23,176	28,606	34,593	40,678
存货	750,303	796,069	811,471	883,792	营业费用	7,868	9,712	11,744	13,810
其他流动资产	354,763	368,717	480,517	499,069	管理费用	10,341	12,764	15,435	18,150
非流动资产	233,508	263,785	297,891	333,498	财务费用	5,999	7,189	8,940	9,452
长期股权投资	129,528	146,122	163,045	179,900	资产减值损失	2,354	1,914	2,611	3,190
固定资产	11,534	13,716	16,161	18,417	加:投资净收益	6,788	7,127	7,484	7,358
在建工程	1,913	4,544	6,575	7,996	其他收益	87	22	27	34
无形资产	4,953	4,261	3,390	2,367	营业利润	67,499	82,435	97,196	114,020
其他非流动资产	85,580	95,143	108,721	124,818	加:营业外净收支	-38	85	8	30
资产总计	1,528,579	1,618,480	1,811,763	1,984,749	利润总额	67,460	82,520	97,204	114,051
流动负债	1,121,914	1,166,789	1,308,438	1,424,443	减:所得税费用	18,188	22,248	26,207	30,749
短期借款	10,102	18,183	32,730	26,184	少数股东损益	15,500	18,960	22,333	26,204
应付账款	229,597	229,721	259,530	291,430	归属母公司净利润	33,773	41,312	48,663	57,097
其他流动负债	882,215	918,885	1,016,178	1,106,829	EBIT	71,656	83,499	98,145	115,038
非流动负债	171,045	167,073	157,472	141,321	EBITDA	74,578	87,524	103,109	121,085
长期借款	168,024	163,882	154,099	137,753					
其他非流动负债	3,020	3,191	3,373	3,567	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	1,292,959	1,333,862	1,465,911	1,565,764	每股收益(元)	3.06	3.66	4.31	5.05
少数股东权益	79,857	98,816	121,150	147,354	每股净资产(元)	14.11	16.44	19.88	24.03
归属母公司股东权益	155,764	185,802	224,703	271,631	发行在外股份(百万股)	11039	11302	11302	11302
负债和股东权益	1,528,579	1,618,480	1,811,763	1,984,749	ROIC(%)	12.9%	14.8%	15.5%	17.0%
					ROE(%)	20.9%	21.2%	20.5%	19.9%
					毛利率(%)	37.5%	36.9%	36.7%	36.7%
					销售净利率(%)	11.3%	11.2%	11.0%	10.9%
					资产负债率(%)	84.6%	82.4%	80.9%	78.9%
					收入增长率(%)	22.6%	23.4%	20.9%	17.6%
					净利润增长率(%)	20.4%	22.3%	17.8%	17.3%
					P/E	9.59	8.03	6.82	5.81
					P/B	2.08	1.79	1.48	1.22
					EV/EBITDA	6.18	5.28	4.48	3.54

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>

