



000002.SZ

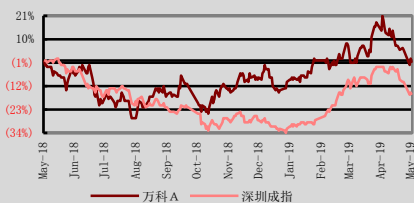
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 27.39

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	14.6	(13.2)	(1.0)	(0.8)
相对深证成指	(11.3)	(0.1)	(18.2)	15.1

发行股数(百万)	11,302
流通股(%)	86
总市值(人民币 百万)	309,566
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,982
净负债比率(%) (2019E)	249
主要股东(%)	
深圳市地铁集团有限公司	29

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券
以2019年5月8日收市价为标准

相关研究报告

- 《万科A》 20181026
- 《万科A》 20180822
- 《万科A》 20180328

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

房地产: 房地产开发

晋蔚

(8610)66229394

jinwei@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518010002

万科A

销售回升投资谨慎, 未来业绩保障性强

2019年第一季度, 万科A实现营业收入483.7亿元, 同比增长56.9%; 实现归属于上市公司股东的净利润11.2亿元, 同比增长25.2%; 结转毛利率和净利率分别为35.0%和2.3%, 分别较上年同期提高0.8和下降0.6个百分点。万科作为行业龙头, 精细深耕一二线城市, 并多元化业务布局, 销售投资长期稳健增长, 龙头优势愈发显著。我们预测公司2019-2021年EPS分别为3.61/4.04/5.05元, 对应19年PE7.6倍, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **营收高增毛利持续攀升, 已售未结充足保障业绩。**2019年1-3月公司实现营业收入483.7亿元, 同比增长56.9%; 实现归母净利润11.2亿元, 同比增长25.2%; 结转毛利率和净利率分别为35.0%和2.3%, 分别较上年同期提高0.8和下降0.6个百分点。一季报营收增速高于净利润增速主要源于: 1) 谨慎判断市场风险, 计提应收账款减值4.2亿元, 同比增长237.4%; 2) 结算金额权益占比降低, 少数股东权益激增至65%, 我们认为在未来几个季度将会平缓; 3) 利息支出增加导致财务费用增长77.1%至18.4亿元。前3月公司实现结算收入455.9亿元, 同比上升64.0%; 由于销售规模高于结算规模, 已售未结金额达5,863.5亿元, 较18年底增加556.4亿元, 覆盖18年结算金额2.06倍, 充分保障未来业绩增长。
- **销售4月回暖, 投资策略稳健谨慎。**2019年1-4月公司销售金额2,096.1亿元, 同比均增长6.9%, 销售面积1,294.8万方; 其中4月单月销售额同比大增43.6%至601.7亿元, 受益于一二线回暖及推盘增加; 1-4月公司获取新项目27个, 总规划建面937.8万方, 同比下降31.5%, 聚焦于一二线城市, 投资相对谨慎。
- **竣工积极带动结算提速, 可售货值充足。**公司1-3月累计新开工面积1,019.4万方, 同比下降9.8%, 开工速度放缓; 累计竣工面积222.8万方, 同比增长44.2%, 占全年竣工计划7.2% (18年为5.9%), 竣工提速, 预计19年结算速度将同步上升。公司在建及规划项目总建面约1.52亿方, 满足2-3年开发需求, 充分保障未来可售。
- **负债率保持低位, 融资成本优势突出。**报告期末公司净负债率44.8%, 资产负债率84.8%, 均处行业低位。截至3月底, 公司持有货币资金1,432.2亿元, 远高于短期借款和一年内到期有息负债总和人民币703.0亿元。有息负债中, 71.8%为长期负债。公司2、3月先后发行20亿5年租赁专项债、6亿美元5.25年中票, 利率分别为3.65%及4.2%, 融资成本优势突出。

估值

- 根据公司销售及投资情况, 调整盈利预测, 预计公司2019-2021年EPS分别为3.61/4.04/5.05元 (原预测为4.01/5.28/-元), 对应19年PE7.6倍, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 房地产行业销售大幅下滑, 融资超预期。

投资摘要

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	242,897	297,679	364,305	467,806	551,637
变动(%)	1	23	22	28	18
净利润(人民币 百万)	28,057	34,986	39,684	44,414	55,490
全面摊薄每股收益(人民币)	2.552	3.182	3.609	4.039	5.047
变动(%)	33.5	24.7	13.4	11.9	24.9
原先预测摊薄每股收益(人民币)			4.01	5.28	
调整幅度(%)			(10)	(23)	
全面摊薄市盈率(倍)	10.7	8.6	7.6	6.8	5.4
价格/每股现金流量(倍)	3.7	9.0	(4.4)	(2.5)	(4.6)
每股现金流量(人民币)	7.49	3.06	(6.20)	(10.78)	(5.95)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.5	5.0	11.6	11.0	9.8
每股股息(人民币)	0.904	1.074	1.262	1.413	1.765
股息率(%)	3.3	3.9	4.6	5.2	6.4

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



图表 1. 万科 A 2019 年一季报业绩摘要

(人民币, 百万)	2018 年 Q1	2019 年 Q1	同比变动(%)
营业收入	30,826	48,375	56.9
营业成本	(20,292)	(31,422)	54.9
营业税	(2,552)	(4,438)	73.9
毛利润	10,534	16,952	60.9
其他收入	(125)	(535)	329.7
销售费用	(1,276)	(1,371)	7.5
管理费用	(2,218)	(2,639)	19.0
营业利润	4,362	8,504	94.9
投资收益	(351)	(242)	(31.2)
财务费用	(1,040)	(1,842)	77.1
营业外收支	28	(14)	(149.0)
税前利润	2,999	5,872	95.8
所得税	(1,220)	(2,666)	118.5
少数股东权益	(885)	(2,085)	135.7
归属上市公司股东净利润	895	1,121	25.2
主要比率(%)			百分点增减
毛利率	34.2	35.0	0.9
经营利润率	22.4	25.6	3.2
净利率	2.9	2.3	(0.6)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	242,897	297,679	364,305	467,806	551,637
销售成本	(179,802)	(209,280)	(259,396)	(340,622)	(400,939)
经营费用	(13,198)	(15,285)	(20,025)	(23,385)	(22,489)
息税折旧前利润	49,897	73,114	84,884	103,799	128,209
折旧及摊销	(1,930)	(2,924)	(2,355)	(2,344)	(2,335)
经营利润(息税前利润)	47,967	70,190	82,529	101,455	125,875
净利息收入/(费用)	945	(501)	(11,012)	(21,409)	(25,756)
其他收益/(损失)	4,738	2,825	5,224	6,033	7,322
税前利润	51,147	68,673	75,588	84,598	105,695
所得税	(13,934)	(18,188)	(18,897)	(21,149)	(26,424)
少数股东权益	(9,157)	(15,500)	(17,007)	(19,034)	(23,781)
净利润	28,057	34,986	39,684	44,414	55,490
核心净利润	28,057	34,986	39,684	44,414	55,490
每股收益(人民币)	2.552	3.182	3.609	4.039	5.047
核心每股收益(人民币)	2.552	3.182	3.609	4.039	5.047
每股股息(人民币)	0.904	1.074	1.262	1.413	1.765
收入增长(%)	1	23	22	28	18
息税前利润增长(%)	30	46	18	23	24
息税折旧前利润增长(%)	32	47	16	22	24
每股收益增长(%)	33	25	13	12	25
核心每股收益增长(%)	33	25	13	12	25

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	174,121	188,417	230,589	296,100	349,161
应收帐款	164,682	1,589	1,944	2,497	2,944
库存	598,088	750,303	918,233	1,179,109	1,390,404
其他流动资产	80,662	354,763	104,530	133,990	155,729
流动资产总计	1,017,553	1,295,072	1,255,296	1,611,696	1,898,239
固定资产	7,103	11,539	13,638	15,740	17,842
无形资产	1,644	5,170	4,922	4,687	4,463
其他长期资产	139,047	216,799	222,633	228,522	232,344
长期资产总计	147,794	233,508	241,193	248,950	254,650
总资产	1,165,347	1,528,579	1,496,489	1,860,646	2,152,888
应付帐款	364,587	231,285	282,074	371,787	437,985
短期债务	62,273	79,194	740,212	963,996	1,131,063
其他流动负债	420,496	811,434	30,127	38,564	45,281
流动负债总计	847,355	1,121,914	1,052,413	1,374,347	1,614,329
长期借款	128,352	168,024	168,024	168,024	168,024
其他长期负债	2,966	3,020	3,565	4,528	5,238
股本	11,039	11,039	11,041	11,044	11,048
储备	121,636	144,725	170,530	199,410	235,492
股东权益	132,675	155,764	181,571	210,454	246,540
少数股东权益	53,999	79,857	90,916	103,293	118,757
总负债及权益	1,165,347	1,528,579	1,496,489	1,860,646	2,152,888
每股帐面价值(人民币)	12.07	14.17	16.51	19.14	22.42
每股有形资产(人民币)	11.87	13.64	16.00	18.63	21.91
每股净负债/(现金)(人民币)	1.49	5.33	61.39	75.71	86.01

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	51,147	68,673	75,588	84,598	105,695
折旧与摊销	1,930	2,924	2,355	2,344	2,335
净利息费用	1,558	4,341	12,165	22,890	27,502
运营资本变动	48,585	(13,963)	(134,119)	(201,087)	(167,211)
税金	(13,934)	(18,188)	(18,897)	(21,149)	(26,424)
其他经营现金流	(6,964)	(10,170)	(5,267)	(6,079)	(7,372)
经营活动产生的现金流	82,323	33,618	68,176	118,48	65,475
购买固定资产净值	(2,360)	(5,897)	(1)	(1)	(1)
投资减少/增加	(38,882)	(39,395)	1,153	1,481	1,746
其他投资现金流	(14,432)	(25,866)	(262,599)	(12,869)	(15,436)
投资活动产生的现金流	(55,674)	(71,158)	(261,447)	(11,390)	(13,691)
净增权益	14,254	19,491	0	0	0
净增债务	63,942	61,181	661,01	223,78	167,06
支付股息	(19,134)	(40,249)	(13,879)	(15,534)	(19,408)
其他融资现金流	264	8,168	(262,599)	(12,869)	(15,436)
融资活动产生的现金流	59,325	48,591	384,54	195,38	132,22
现金变动	85,974	11,051	54,917	65,508	53,056
期初现金	87,032	174,121	188,417	230,589	296,100
公司自由现金流	26,649	(37,540)	(329,622)	(129,874)	(79,167)
权益自由现金流	90,591	23,641	331,39	93,911	87,900

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	20.5	24.6	23.3	22.2	23.2
息税前利润率(%)	19.7	23.6	22.7	21.7	22.8
税前利润率(%)	21.1	23.1	20.7	18.1	19.2
净利率(%)	11.6	11.8	10.9	9.5	10.1
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
利息覆盖率(倍)	11.8	8.6	6.2	4.2	4.3
净权益负债率(%)	8.8	25.0	248.7	266.4	260.0
速动比率(倍)	0.5	0.5	0.3	0.3	0.3
估值					
市盈率(倍)	10.7	8.6	7.6	6.8	5.4
核心业务市盈率(倍)	10.7	8.6	7.6	6.8	5.4
市净率(倍)	2.3	1.9	1.7	1.4	1.2
价格/现金流(倍)	3.7	9.0	(4.4)	(2.5)	(4.6)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.5	5.0	11.6	11.0	9.8
周转率					
存货周转天数	1,081.4	1,175.8	1,173.9	1,123.7	1,169.6
应收帐款周转天数	204.5	101.9	1.8	1.7	1.8
应付帐款周转天数	463.3	365.3	257.2	255.1	267.9
回报率					
股息支付率(%)	48.7	45.9	46.6	46.6	46.6
净资产收益率(%)	22.8	24.3	23.5	22.7	24.3
资产收益率(%)	3.5	3.8	4.1	4.5	4.7
已运用资本收益率(%)	15.1	17.2	10.1	7.8	8.2

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371