

# 销售稳健，多元蓄势，业绩超预期

买入（维持）

2019 年 08 月 20 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）	8.88	7.43	6.31	5.38

## 事件

■ **万科发布 2019 半年度报告**:2019 上半年公司实现营业收入 1393.2 亿元，同比增长 31.47%；归母净利润 118.4 亿元，同比增长 29.79%；每股 EPS 1.06 元，同比增长 28.77%。

## 点评

■ **结算提速，毛利率提升，业绩超出预期**。2019 上半年公司实现营业收入 1393.2 亿元，同比增长 31.47%；归母净利润 118.4 亿元，同比增长 29.79%，利润增速和收入增速保持一致。公司盈利能力良好，上半年销售毛利率 36.25%，同比提升 1.81 个百分点，其中房地产业务结算毛利率 28.3%，同比提升 1 个百分点；净利率 13.84%，同比提升 1.08 个百分点。公司上半年销售费用 31.9 亿元，同比增长仅 13.5%，与签约销售规模同步，销售费用和收入错配，也导致本期净利率上升。万科未来业绩确定性较强，已售未结资源规模持续上升，截至 2019 年上半年，公司累计已售未结资源 4403.7 万平米，合同金额 6215.5 亿元，同比分别增长 18.7%和 17.1%。

■ **销售稳健，投资审慎**。2019 上半年公司实现销售金额 3340 亿元，同比增长 9.6%；销售面积 2150.1 万平米，同比增长 5.6%。公司 2019 年上半年累计新增获取新项目 54 个，拿地总建面 1372.8 万方，同比减少 33%，其中权益建面 941.8 万方，同比减少 18%；权益地价总额 649.8 亿元，同比增长 12%；楼面均价 6900 元/平方米，占同期销售均价的 44%。按权益投资金额计算，88.4%位于一二线城市。截至 2019 年上半年，公司在建项目总建面 9867.6 万方；规划中项目总建面约 5472.6 万方。同时公司还参与了一批旧城改造项目，按当前规划条件，权益建筑面积合计约 341.4 万方，土地储备资源十分充足，能够满足公司 2 年左右的销售需求。

■ **负债结构良好，融资优势凸显**。截至 2019 上半年末，公司资产负债率 85.26%，净负债率 35.04%，同比分别提升 0.56、2.34 个百分点，持续保持在行业较低水平。公司有息负债规模合计 2253.2 亿元，同比减少 0.70%；其中短期借款和一年内到期的有息负债合计占比为 29.6%，短期偿债压力小。公司上半年期间用于确定利息费用的资本化率 5.21%，较 2018 年底水平下降 9 BPs，公司上半年融资情况向好。

■ **多元化业务快速发展**：公司坚持“城乡建设与生活服务商”的定位，多元化业务快速发展：1) 万科物业实现营业收入 52.8 亿元，同比增长 27.1%；新增项目签约饱和收入 21.64 亿元，同比增长 113.8%。2) 商业项目管理总面积超过 1350 万方。其中印力管理项目 110 个，管理面积 915 万方，已开业面积 643 万方；4) 万纬物流进驻 44 个城市，已获取 127 个项目，可租赁物业的建筑面积约 996 万方。

■ **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”布局，销售规模持续扩张；同时在物流地产、物业管理、长租公寓、商业地产等方面进行前瞻布局。预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 3.66、4.31、5.05 元，对应 PE 分别是 7.43、6.31、5.38 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)	27.17
一年最低/最高价	19.61/32.31
市净率(倍)	1.91
流通 A 股市值(百万元)	263961.17

## 基础数据

每股净资产(元)	14.25
资产负债率(%)	85.26
总股本(百万股)	11302.14
流通 A 股(百万股)	9715.17

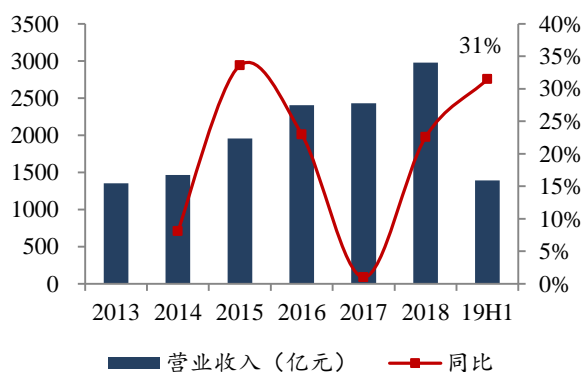
## 相关研究

- 1、《万科 A (000002)：销售增长稳健，单月投资力度有所回升》2019-08-05
- 2、《万科 A (000002)：上半年销售增长稳健，投资持续深耕一二线》2019-07-03
- 3、《万科 A (000002)：销售靓丽，投资稳健，持续深耕一二线》2019-06-05

## 1. 结算提速，毛利率提升，业绩超出预期。

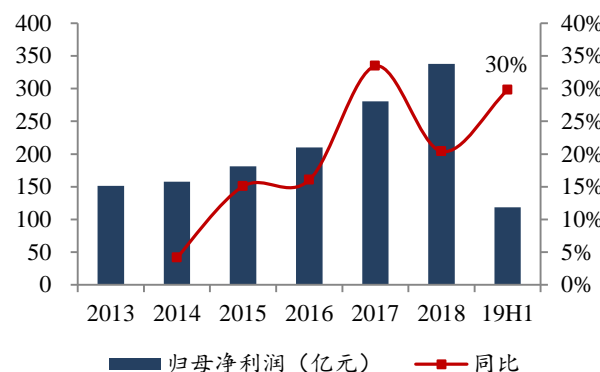
2019 上半年公司实现营业收入 1393.2 亿元，同比增长 31.47%；归母净利润 118.4 亿元，同比增长 29.79%，利润增速和收入增速保持一致。公司盈利能力良好，上半年销售毛利率 36.25%，同比提升 1.81 个百分点，其中房地产业务结算毛利率 28.3%，同比提升 1 个百分点；净利率 13.84%，同比提升 1.08 个百分点。公司上半年销售费用 31.9 亿元，同比增长仅 13.5%，与签约销售规模同步，销售费用和收入错配，也导致本期净利率上升。万科未来业绩确定性强，已售未结资源规模持续上升，截至 2019 年上半年，公司累计已售未结资源 4403.7 万平方米，合同金额 6215.5 亿元，同比分别增长 18.7% 和 17.1%。

图 1：万科 A 营业收入（亿元）及增速



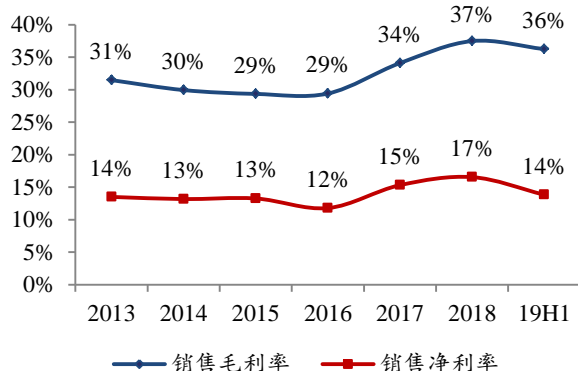
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：万科 A 归母净利润（亿元）及增速



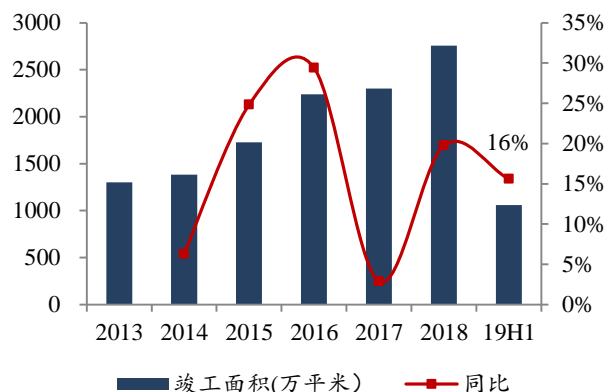
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 3：万科 A 销售毛利率和销售净利率走势



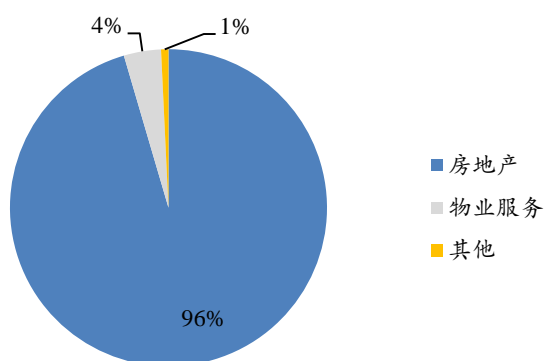
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：万科 A 竣工面积（万平方米）及增速



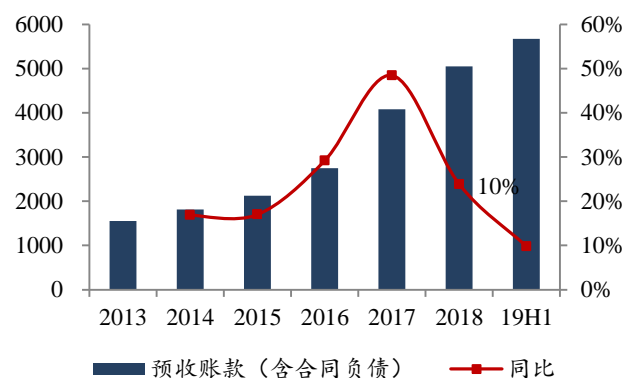
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 5：万科 A2019 年上半年营收占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 6：万科 A 预收账款（亿元）及增速

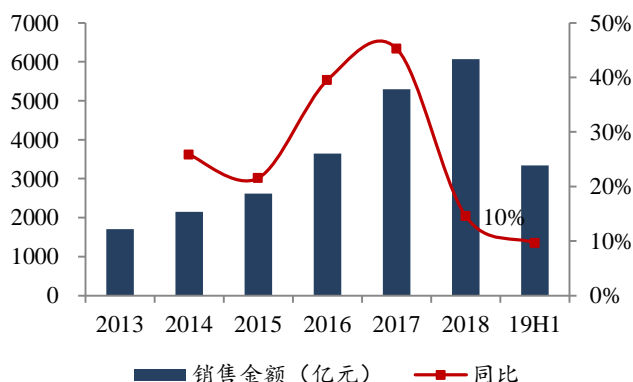


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2. 销售稳健，投资审慎

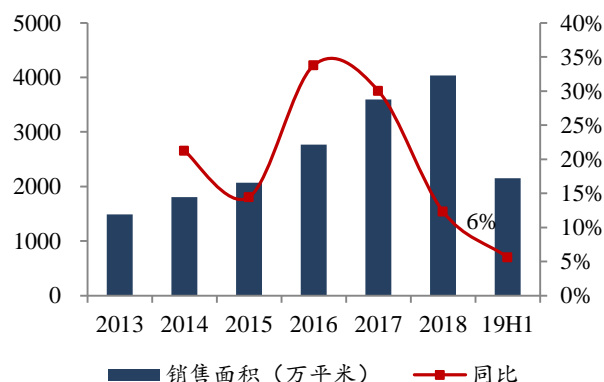
2019 年上半年公司实现销售金额 3340 亿元，同比增长 9.6%；销售面积 2150.1 万平方米，同比增长 5.6%。公司 2019 年上半年累计新增获取新项目 54 个，拿地总建面 1372.8 万方，同比减少 33%，其中权益建面 941.8 万方，同比减少 18%；权益地价总额 649.8 亿元，同比增长 12%；楼面均价 6900 元/平方米，占同期销售均价的 44%。按权益投资金额计算，88.4%位于一二线城市。截至 2019 年上半年，公司在建项目总建面 9867.6 万方；规划中项目总建面约 5472.6 万方。同时公司还参与了一批旧城改造项目，按当前规划条件，权益建筑面积合计约 341.4 万方，土地储备资源十分充足，能够满足公司 2 年左右的销售需求。

图 7：万科 A 销售金额（亿元）及增速



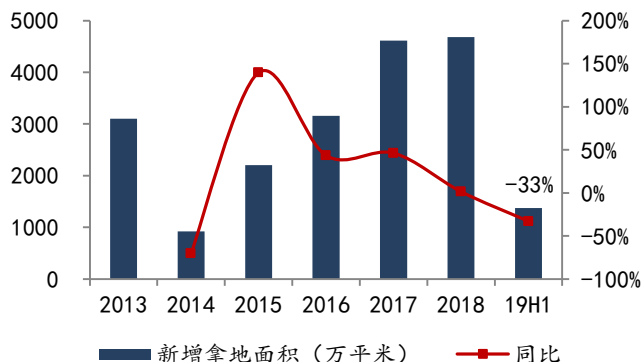
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 8：万科 A 销售面积（万平方米）及增速



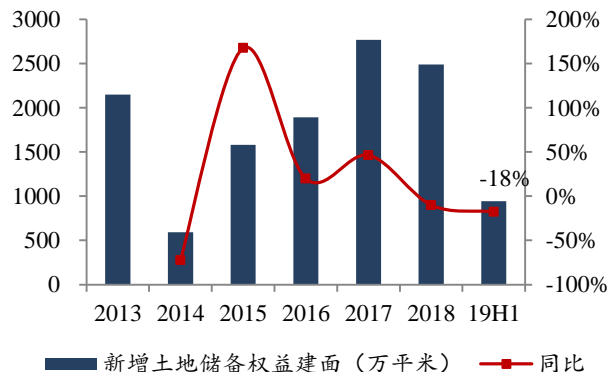
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 9：万科 A 新增项目建筑面积（万平方米）及增速



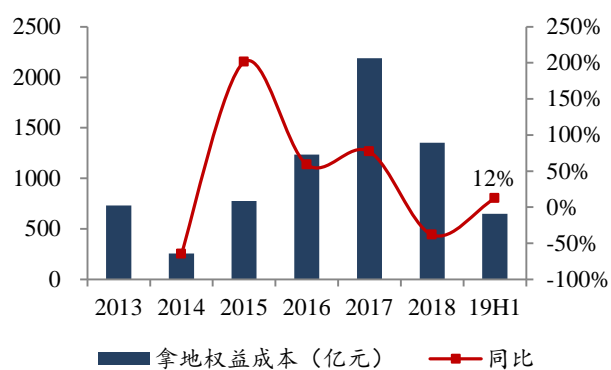
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 10：万科 A 新增项目权益建筑面积（万平方米）及增速



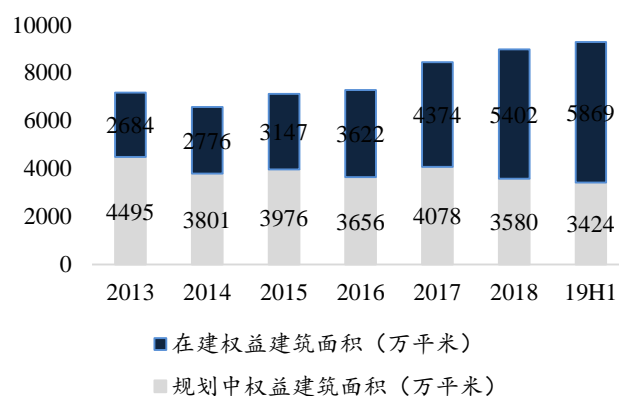
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 11: 万科 A 新增项目权益投资金额(亿元)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 12: 万科 A 在建+规划中权益建筑（万平方米）

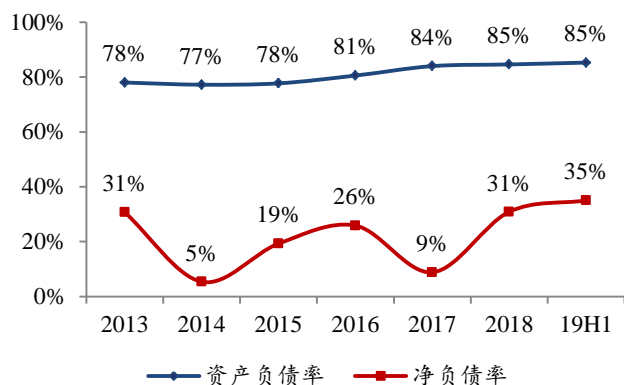


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3. 负债结构良好，融资优势凸显

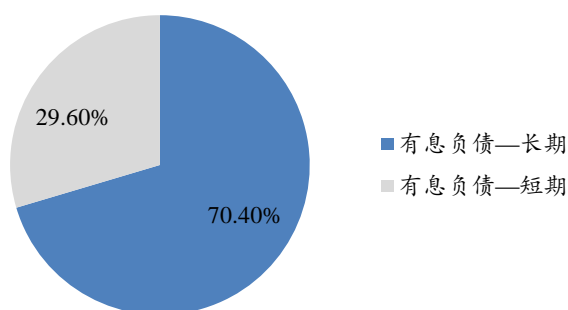
截至 2019 上半年末，公司资产负债率 85.26%，净负债率 35.04%，同比分别提升 0.56、2.34 个百分点，持续保持在行业较低水平。公司有息负债规模合计 2253.2 亿元，同比减少 0.70%；其中短期借款和一年内到期的有息负债合计占比为 29.6%，短期偿债压力小。公司上半年期间用于确定利息费用的资本化率 5.21%，较 2018 年底水平下降 9 BPs，公司上半年融资情况向好。

图 13：万科 A 资产负债率及净负债率情况



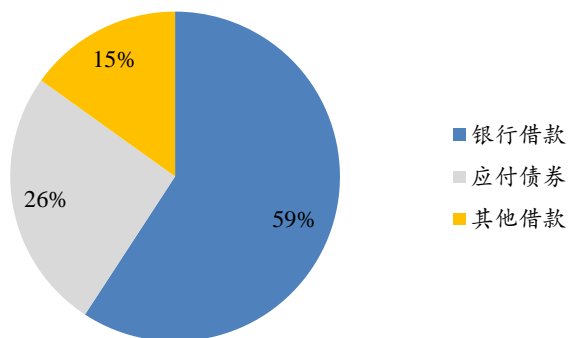
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 14：万科 A 有息负债期限结构情况



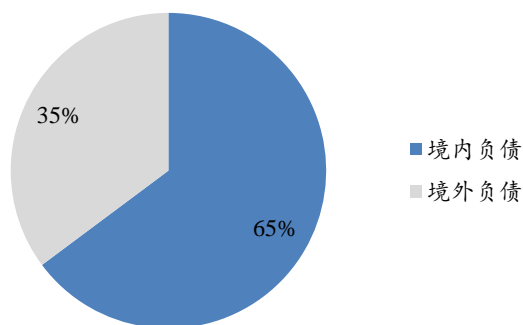
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 15：万科 A 有息负债融资方式结构占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 16：万科 A 有息负债境内外规模占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

#### 4. 多元化业务快速发展

公司坚持“城乡建设与生活服务商”的定位，多元化业务快速发展：1) 万科物业实现营业收入 52.8 亿元，同比增长 27.1%；新增项目签约饱和收入 21.64 亿元，同比增长 113.8%。2) 商业项目管理总面积超过 1350 万方。其中印力管理项目 110 个，管理面积 915 万方，已开业面积 643 万方；4) 万纬物流进驻 44 个城市，已获取 127 个项目，可租赁物业的建筑面积约 996 万方。

#### 5. 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 7.43、6.31、5.38 倍，维持“买入”评级。

## 6. 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)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>1,295,072</b>	<b>1,354,695</b>	<b>1,513,872</b>	<b>1,651,251</b>	<b>营业收入</b>	<b>297,679</b>	<b>367,426</b>	<b>444,328</b>	<b>522,485</b>
现金	188,417	188,110	219,959	266,333	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	368,714	480,517	499,067	管理费用	10,341	12,764	15,435	18,150
<b>非流动资产</b>	<b>233,508</b>	<b>263,785</b>	<b>297,891</b>	<b>333,498</b>	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	<b>营业利润</b>	<b>67,499</b>	<b>82,435</b>	<b>97,196</b>	<b>114,020</b>
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
<b>资产总计</b>	<b>1,528,579</b>	<b>1,618,480</b>	<b>1,811,763</b>	<b>1,984,749</b>	<b>利润总额</b>	<b>67,460</b>	<b>82,520</b>	<b>97,204</b>	<b>114,051</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,121,914</b>	<b>1,166,789</b>	<b>1,308,438</b>	<b>1,424,443</b>	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	<b>归属母公司净利润</b>	<b>33,773</b>	<b>41,312</b>	<b>48,663</b>	<b>57,097</b>
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
<b>非流动负债</b>	<b>171,045</b>	<b>167,073</b>	<b>157,472</b>	<b>141,321</b>	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					
<b>负债合计</b>	<b>1,292,959</b>	<b>1,333,862</b>	<b>1,465,911</b>	<b>1,565,764</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
少数股东权益	79,857	98,816	121,150	147,354	每股收益(元)	3.06	3.66	4.31	5.05
					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
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,528,579</b>	<b>1,618,480</b>	<b>1,811,763</b>	<b>1,984,749</b>	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%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	销售净利率(%)	11.3%	11.2%	11.0%	10.9%
经营活动现金流	33,618	62,637	69,094	109,457	资产负债率(%)	84.6%	82.4%	80.9%	78.9%
投资活动现金流	-67,364	-20,416	-31,227	-28,804	收入增长率(%)	22.6%	23.4%	20.9%	17.6%
筹资活动现金流	44,798	-42,528	-6,019	-34,278	净利润增长率(%)	20.4%	22.3%	17.8%	17.3%
现金净增加额	11,342	-307	31,848	46,374	P/E	8.88	7.43	6.31	5.38
折旧和摊销	2,922	4,025	4,963	6,046	P/B	1.93	1.65	1.37	1.13
资本开支	5,897	4,166	3,647	2,718	EV/EBITDA	5.85	5.00	4.24	3.34
营运资本变动	-13,963	-966	-5,047	21,953					

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>