



2019-08-24

公司点评报告

买入/首次

万科 A (000002)

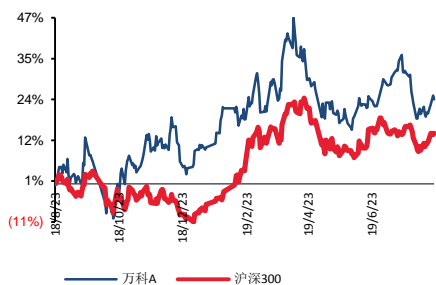
目标价: 32.35

昨收盘: 27.16

房地产 房地产 II

万科 A: 经营稳健, 可结算资源充足, 业绩锁定度高

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	11,302/11,293
总市值/流通(百万元)	306,966/306,721
12 个月最高/最低(元)	33.48/20.59

相关研究报告:

证券分析师: 徐超

电话: 18311057693

E-MAIL: xuchao@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190519080001

证券分析师: 张庚尧

电话: 18310590516

E-MAIL: zhanggy@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190118090013

事件: 公司发布中报, 报告期内, 实现营业收入 1393.2 亿元, 同比+31.47%; 实现归母净利润 118.4 亿元, 同比+29.8%; EPS1.06 元, 同比+28.8%; ROE7.4%, 较去年同期+0.6pct。

业绩锁定度高, 盈利能力提升。 公司 19 年上半年实现营业收入 1393.2 亿元, 同比增长 31.47%; 实现归母净利润 118.4 亿元, 同比增长 29.8%; 毛利率 36.2%, 较去年同期+1.8pct, 净利率 13.8%, 较去年同期+1.1pct。截至报告期末, 公司预收款 5666.4 亿元 (较 18 年末+619.3 亿), 覆盖 2018 年营业收入 1.9 倍 (较 18 年末+20pct), 业绩锁定度进一步提升。

销售增长稳健, 可结算资源充足。 2019 上半年, 公司实现销售面积 2150.1 万平方米, 同比增长 5.6%; 实现销售额 3340 亿元, 同比增长 9.6%, 销售均价 15534 元/平方米。销售增长稳健, 均价稳步提升。截至报告期末, 公司合并报表范围内有 4403.7 万平方米已售资源未结算, 合同金额合计约 6215.5 亿元, 较上年末分别增长 18.7% 和 17.1%, 公司已售未结资源持续上升。

审慎投资, 拿地节奏放缓, 权益比例提高。 2019 上半年, 公司拿地金额 994 亿元, 同比下降 15.6%; 拿地建面 1564 万方, 同比减少 29.9%; 楼面价 6355 元/平方米, 同比增加 20.5%。权益拿地金额 700.5 亿元, 同比减少 1.6%, 权益比例 70.5%, 较去年同期+10pct, 权益比例大幅上升; 权益拿地建面 1074 万方, 同比-20.9%; 权益楼面价 6522 元/方, 同比提高 24.3%。拿地金额/销售金额 0.3、拿地面积/销售面积 0.73, 分别较去年同期减少 8.9pct、36.9pct, 公司审慎投资, 拿地节奏有所放缓; 楼面价/当期及滞后一期销售均价 0.42, 均值较去年同期+6.3pct, 隐含毛利率收紧。报告期内, 公司拿地重点布局一二线城市, 按建面计算, 82% 的新增项目位于一二线城市; 按权益投资额计算, 88% 位于一二线城市。

土地储备保持合理水平, 竣工节奏有望提速保障业绩稳健增长。 截至中报, 公司土地储备保持合理水平, 在建及规划中项目的总建面约 15340 万方。公司新开工规模下降, 竣工规模保持增长。上半年实现新开工面积 1953 万方, 同比下降 15.9%, 占全年开工计划的 54.1% (2018H: 65.5%); 实现竣工面积 1060 万平方米, 同比增长 15.6%, 占全年竣工计划的 34.5% (2018H: 34.9%)。公司预计全年竣工面积将与年初计划基本持平, 下半年竣工节奏有望提速保障业绩稳健增长。

融资结构多元化, 净负债率保持健康水平。 截至 2019 年 6 月, 公司财务状况稳健, 持有货币资金 1439 亿元, 远高于短期借款和一年内到期长期负债的总和 666.5 亿, 覆盖一年内有息负债 2.16 倍。公司剔除预收款后的资产负债率为 77%, 与 18 年底持平。公司有息负债 2253 亿元, 较年初减少 359 亿元, 净负债率为 35.04%。有息负债中, 一年内到期合计 667 亿元, 占比为 29.6%; 一年以上合计 1586.7 亿元, 占比为 70.4%。公司持续拓展融资渠道, 优化债务结构, 报告期内先后进行了住房租赁专项公司债券和美元中期票据计划的发行。分融资对象来看, 银行借款占比为 59.2%, 应付债券占比为 25.7%, 其他借款占比为 15.1%。

投资建议: 我们认为公司经营稳健, 可结算资源充足, 业绩锁定度高。多元化业务稳步发展, 净负债率维持低位, 融资结构多元化, 其穿越周期、应对政策不确定性能力强。我们预计公司 19-1 年 EPS 分别为 3.7、4.4 及 5.0 元, 对应 PE 为 7.3 X、6.1 X 及 5.4 X, 目标价 32.35 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 政策调控超预期, 公司销售不及预期

■ 盈利预测和财务指标:

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	297,679.33	369,777.27	454,197.41	547,126.21
(+/-%)	22.55	24.22	22.83	20.46
净利润(百万元)	33,772.65	41,059.81	48,470.45	55,636.76
(+/-%)	20.39	21.58	18.05	14.78
摊薄每股收益(元)	2.99	3.72	4.39	5.04
市盈率(PE)	9.02	7.25	6.14	5.35

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

事件：公司发布中报，报告期内，实现营业收入1393.2亿元，同比增长31.47%；实现归母净利润118.4亿元，同比增长29.8%；EPS1.06元，同比增长28.8%；ROE7.4%，较去年同期+0.6pct。

一、业绩锁定度高，盈利能力提升

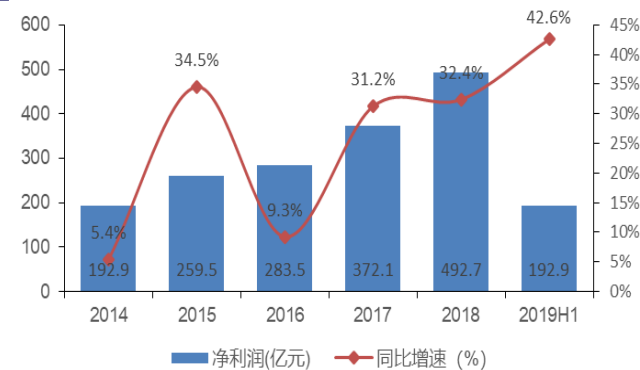
公司19年上半年实现营业收入1393.2亿元，同比增长31.47%；实现归母净利润118.4亿元，同比增长29.8%；毛利率36.2%，较去年同期+1.8pct，净利率13.8%，较去年同期+1.1pct。截至报告期末，公司预收款5666.4亿元（较18年末+619.3亿），覆盖2018年营业收入1.9倍（较18年末+20pct），业绩锁定度进一步提升。

图表1：公司营收及增速



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表2：公司净利润及增速



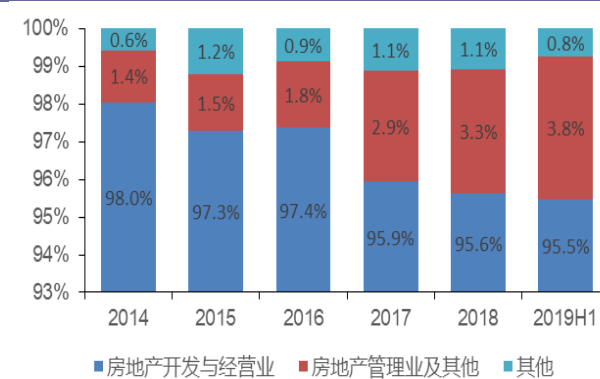
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表3：公司预收款及覆盖率



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表4：公司收入结构

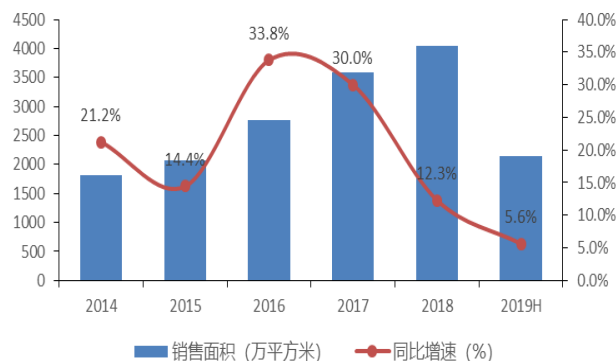


资料来源：WIND，太平洋证券整理

二、销售增长稳健，可结算资源充足

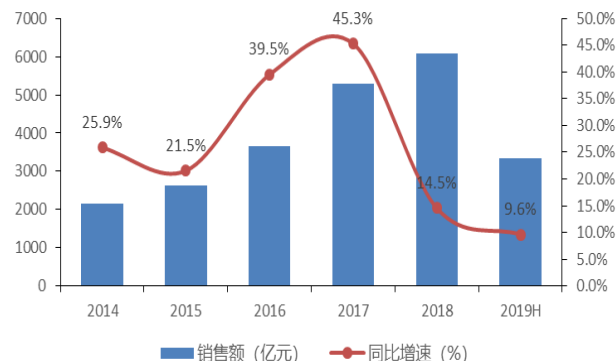
2019 上半年，公司实现销售面积 2150.1 万平方米，同比增长 5.6%；实现销售额 3340 亿元，同比增长 9.6%，销售均价 15534 元/平方米。销售增长稳健，均价稳步提升。截至报告期末，公司合并报表范围内有 4403.7 万平方米已售资源未结算，合同金额合计约 6215.5 亿元，较上年末分别增长 18.7%和 17.1%，公司已售未结资源持续上升。

图表 5：公司销售面积及增速



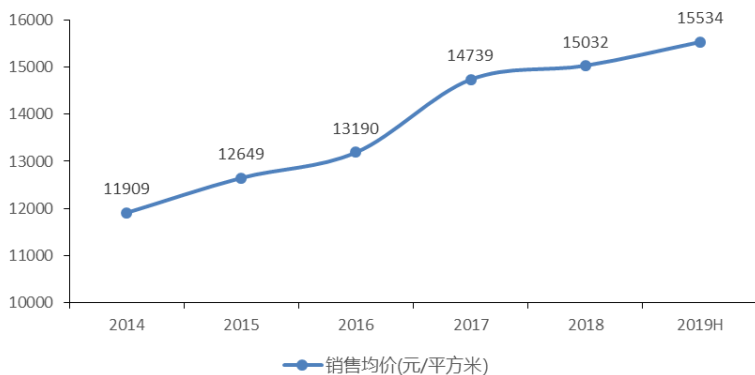
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 6：公司销售额及增速



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 7：公司销售均价



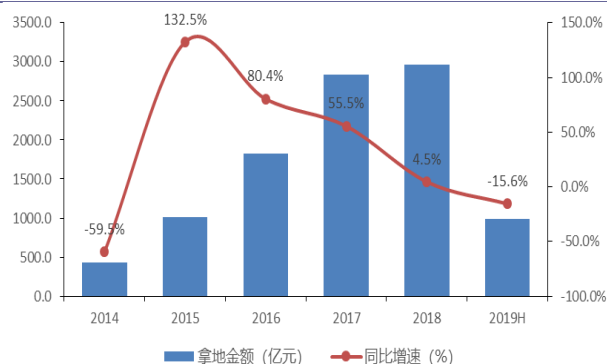
资料来源：WIND，太平洋证券整理

三、审慎投资，拿地节奏收缓，权益比例提高

2019 上半年，公司拿地金额 993.7 亿元，同比下降 15.6%；拿地建面 1563.6 万方，同比减少 29.9%；楼面价 6355.4 元/平方米，同比增加 20.5%。权益拿地金额 700.5 亿元，同比减少 1.6%，权益比例 70.5%，较去年同期提高 10pct，较 18 年底提高 14.4pct，权益比例大幅上升；权益拿地建面 1074.0 万方，同比-20.9%；权益楼面价 6521.9 元/平方米，同比提高 24.3%。拿地金额/

销售金额 0.3、拿地面积/销售面积 0.73，分别较去年同期减少 8.9pct、36.9pct，公司审慎投资，拿地节奏有所放缓；楼面价/当期及滞后一期销售均价为 0.42，均值较去年同期+6.3pct，隐含毛利率收紧。报告期内，公司拿地重点布局一二线城市，按建筑面积计算，82.0%的新增项目位于一二线城市；按权益投资金额计算，88.4%位于一二线城市。

图表 8：公司拿地金额及增速



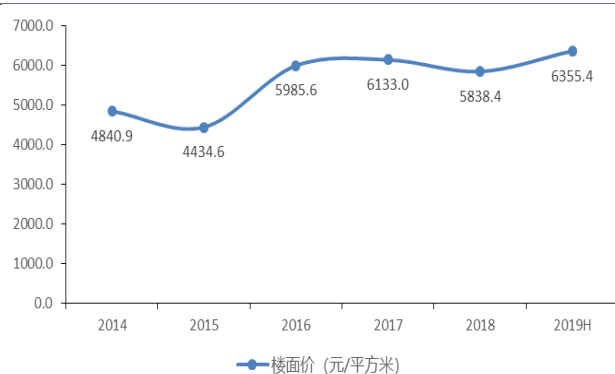
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 9：公司拿地建面及增速



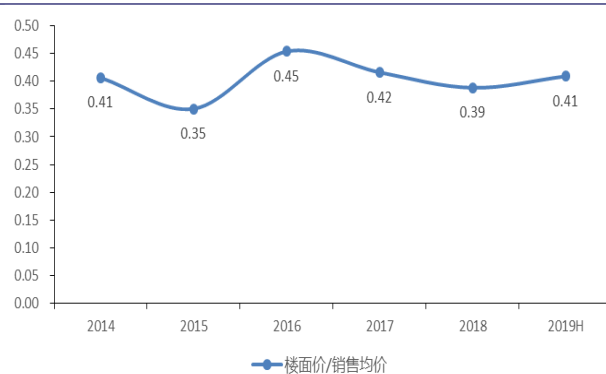
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 10：公司楼面价



资料来源：WIND，太平洋证券整理

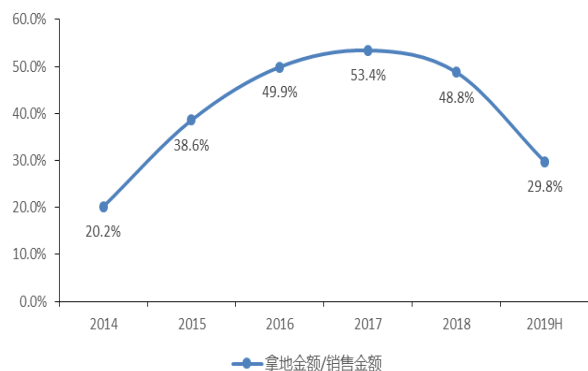
图表 11：楼面价/销售均价



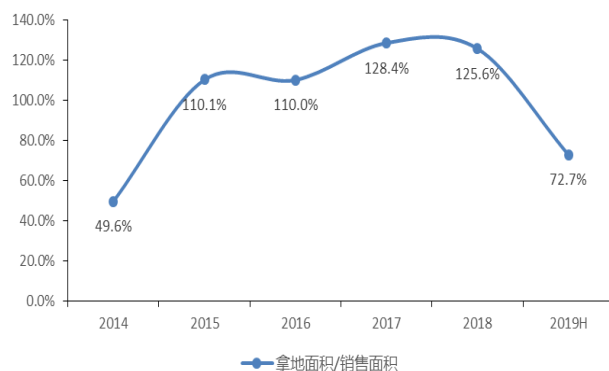
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 12：拿地金额/销售金额

图表 13：拿地面积/销售面积



资料来源：WIND，太平洋证券整理



资料来源：WIND，太平洋证券整理

四、土地储备保持合理水平，竣工节奏有望提速保障业绩增长

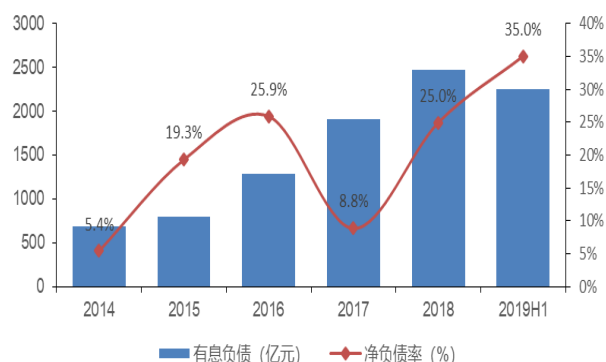
截至 2019 年 6 月，公司土地储备保持合理水平，在建及规划中项目的总建面约 15340.2 万平方米。其中在建项目总建筑面积约 9867.6 万平方米，权益建筑面积约 5869.2 万平方米；规划中项目总建筑面积约 5472.6 万平方米，权益建筑面积约 3423.5 万平方米。公司新开工规模下降，竣工规模保持增长。上半年实现新开工面积 1953.0 万平方米，同比下降 15.9%，占全年开工计划的 54.1%（2018 年上半年：65.5%）；实现竣工面积 1060 万平方米，同比增长 15.6%，占全年竣工计划的 34.5%（2018 年上半年：34.9%）。公司预计全年竣工面积将与年初计划基本持平，下半年竣工节奏有望提速保障业绩稳健增长。

五、融资结构多元化，净负债率保持健康水平

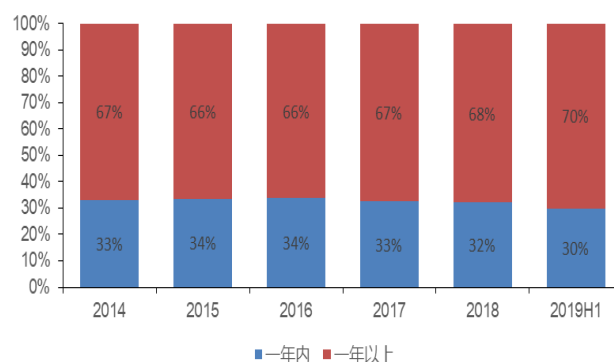
截至 2019 年 6 月，公司财务、资金状况稳健，持有货币资金 1438.7 亿元，远高于短期借款和一年内到期长期负债的总和 666.5 亿，覆盖一年内有息负债 2.16 倍。公司剔除预收款后的资产负债率 77%，与 18 年底持平。公司有息负债 2253.2 亿元，较年初减少 358.9 亿元，净负债率为 35.04%。有息负债中，一年内到期合计 666.5 亿元，占比为 29.6%；一年以上合计 1586.7 亿元，占比为 70.4%。公司持续拓展融资渠道，优化债务结构，报告期内先后进行了住房租赁专项公司债券和美元中期票据计划的发行。分融资对象来看，银行借款占比为 59.2%，应付债券占比为 25.7%，其他借款占比为 15.1%。

图表 14：公司有息负债及净负债率

图表 15：有息负债结构

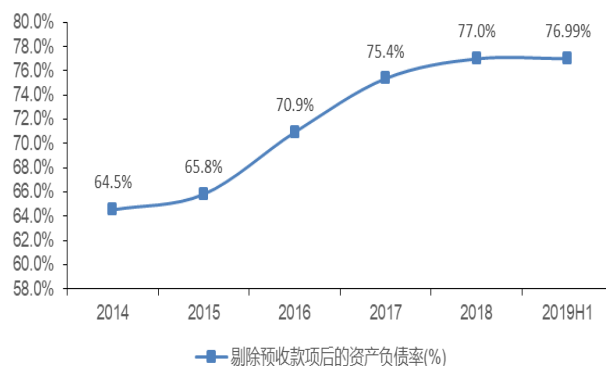


资料来源：WIND，太平洋证券整理



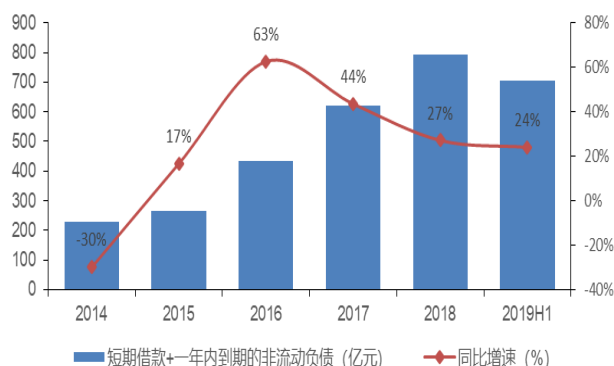
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 16：剔除预收款后资产负债率



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 17：一年内有息负债及增速



资料来源：WIND，太平洋证券整理

六、 物业、租赁、商业、物流多元化业务稳步发展

公司坚持住宅商企两翼齐飞的战略，聚焦核心城市、核心客户，市场份额持续扩大。上半年公司物业板块实现营业收入 52.8 亿元，同比增长 27.1%。公司租赁住宅业务上半年新开业 101 个项目，总计 2.06 万间，截至报告期末，租赁住宅业务覆盖 35 个主要城市，累计开业 8.2 万间，其中 74%位于一二线核心城市。商业板块，截至报告期末，公司管理商业项目总建筑面积超过 1350 万平方米，其中，印力集团管理商业项目 110 个，管理面积 915 万平方米，已开业面积为 643 万平方米（90%为购物中心）。物业板块，上半年万纬物流新获取项目 9 个，合计可租赁物业的建筑面积约为 74 万平方米。截至报告期末，万纬物流已进驻 44 个城市，获取 127 个项目，可租赁物业的建筑面积 996 万平方米。

投资建议：我们认为公司经营稳健，可结算资源充足，业绩锁定度高。多元化业务稳步发展，净负债率维持低位，融资结构多元化，其穿越周期、应对政策不确定性能力强。我们预计公司 19-1

年 EPS 分别为 3.7、4.4 及 5.0 元，对应 PE 为 7.3 X、6.1X 及 5.4X，目标价 32.35 元，维持“买入”评级。

风险提示：政策调控超预期，公司销售不及预期。

资产负债表(百万)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	174,121	188,417	414,365	327,022	517,423
应收账款	164,682	1,586	162,759	39,106	204,061
预付账款	73,017	75,951	80,588	97,609	101,485
存货	598,088	750,303	697,684	1,084,284	906,647
其他	7,645	278,815	266,911	266,911	266,911
流动资产合计	1,017,553	1,295,072	1,622,307	1,814,933	1,996,527
长期股权投资	81,224	129,528	177,831	179,097	180,476
固定资产	7,099	11,534	12,476	13,211	13,726
在建工程	1,022	1,913	2,048	1,829	1,577
无形资产	1,438	4,953	4,521	4,089	3,657
其他	57,011	85,580	85,438	84,745	84,053
非流动资产合计	147,794	233,508	282,313	282,971	283,489
资产总计	1,165,347	1,528,579	1,904,621	2,097,904	2,280,016
短期借款	16,109	10,102	11,000	55,899	14,000
应付账款	356,326	225,514	394,127	488,767	596,302
其他	474,920	886,298	1,053,884	924,381	1,124,371
流动负债合计	847,355	1,121,914	1,459,010	1,469,046	1,734,673
长期借款	96,029	120,929	120,000	256,817	120,000
应付债券	32,323	47,095	47,095	47,095	47,095
其他	2,966	3,020	3,020	3,020	3,020
非流动负债合计	131,318	171,045	170,116	306,933	170,116
负债合计	978,673	1,292,959	1,629,126	1,775,979	1,904,789
少数股东权益	53,999	79,857	98,701	120,946	146,480
股本	11,039	11,039	11,039	11,039	11,039
资本公积	8,329	8,006	8,506	8,456	8,406
留存收益	113,072	139,118	159,648	183,883	211,702
其他	235	(2,399)	(2,399)	(2,399)	(2,399)
股东权益合计	186,674	235,621	275,495	321,925	375,227
负债和股东权益总计	1,165,347	1,528,579	1,904,621	2,097,904	2,280,016

现金流量表(百万)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	37,208	49,272	41,060	48,470	55,637
折旧摊销	1,929	2,922	855	916	968
财务费用	2,075	5,999	3,913	5,412	4,596
投资损失	(6,245)	(6,788)	150	100	100
营运资金变动	43,389	523,926	224,805	(313,489)	317,675
其它	3,965	(541,713)	18,845	22,248	25,537
经营活动现金流	82,323	33,618	289,628	(236,343)	404,513
资本支出	22,078	59,076	49,803	2,266	2,179
长期投资	19,522	48,303	48,303	1,266	1,379
其他	(93,213)	(174,744)	(137,361)	(6,551)	(6,490)
投资活动现金流	(51,613)	(67,364)	(39,254)	(3,019)	(2,932)
债权融资	190,624	247,219	247,188	428,903	250,188
股权融资	(2,176)	(8,503)	(3,413)	(5,462)	(4,646)
其他	(133,184)	(193,918)	(268,202)	(271,423)	(456,722)
筹资活动现金流	55,265	44,798	(24,427)	152,019	(211,180)
汇率变动影响	0	0	0	0	0
现金净增加额	85,974	11,051	225,948	(87,343)	190,401

利润表(百万)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	242,897	297,679	369,777	454,197	547,126
营业成本	160,080	186,104	234,809	291,595	358,368
营业税金及附加	19,722	23,176	12,572	15,443	18,602
营业费用	6,262	7,868	22,187	27,252	32,828
管理费用	8,866	10,341	19,228	23,618	28,451
财务费用	2,075	5,999	3,913	5,412	4,596
资产减值损失	1,319	2,354	0	0	0
公允价值变动收益	0.00	86.63	1.28	2.65	2.76
投资净收益	6,244.56	6,787.93	(150.00)	(100.00)	(100.00)
其他	(12,484)	(12,535)	297.44	194.70	194.48
营业利润	50,813	67,499	76,920	90,781	104,185
营业外收入	723	474	80	80	80
营业外支出	394	513	200	200	200
利润总额	51,142	67,460	76,800	90,661	104,065
所得税	13,934	18,188	16,896	19,945	22,894
净利润	37,208	49,272	59,904	70,716	81,171
少数股东损益	9,157	15,500	18,844	22,245	25,534
归属于母公司净利润	28,052	33,773	41,060	48,470	55,637
每股收益(元)	2.48	2.99	3.72	4.39	5.04

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	1.01%	22.55%	24.22%	22.83%	20.46%
营业利润	30.21%	32.84%	13.96%	18.02%	14.77%
归母净利润	33.44%	20.39%	21.58%	18.05%	14.78%
获利能力					
毛利率	34.10%	37.48%	36.50%	35.80%	34.50%
净利率	11.55%	11.35%	11.10%	10.67%	10.17%
ROE	21.14%	21.68%	23.22%	24.12%	24.32%
ROIC	23.34%	36.67%	31.98%	32.48%	25.01%
偿债能力					
资产负债率	83.98%	84.59%	85.54%	84.65%	83.54%
净负债率	242.72%	260.56%	311.19%	300.5%	271.85%
流动比率	1.20	1.15	1.11	1.24	1.15
速动比率	0.50	0.49	0.63	0.50	0.63
营运能力					
应收账款周转率	1.78	3.58	4.50	4.50	4.50
存货周转率	0.46	0.44	0.51	0.51	0.55
总资产周转率	0.24	0.22	0.22	0.23	0.25
每股指标(元)					
每股收益	2.48	2.99	3.72	4.39	5.04
每股经营现金流	7.28	2.97	25.63	-20.91	35.79
每股净资产	11.74	13.78	16.02	18.21	20.72
估值比率					
市盈率	10.86	9.02	7.25	6.14	5.35
市净率	2.30	1.96	1.68	1.48	1.30
EV/EBITDA	6.58	3.97	1.76	4.49	0.85
EV/EBIT	6.74	4.07	1.78	4.53	0.86

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。