

万科 A (000002)

证券研究报告

2019 年 08 月 21 日

结算业绩超预期，物业收入高增长

事件：公司公布 2019 中期业绩，实现营收 1393.20 亿元，同比增长 31.47%；归属于上市公司股东的净利润 118.42 亿元，增长 29.79%；超出市场预期。实现销售面积 2150.1 万方，销售金额 3340 亿元，同比分别上升 5.6%和 9.6%。

结算收入超预期增长、结算毛利率略有提升：1) 结算面积提升 21%：公司上半年结算面积 846.3 万方，同比上升 20.7%；实现结算收入 1329.9 亿元，同比上升 32.2%；2) 结算均价提升 9.5%：房地产业务的结算均价为 15715 元/平方米，同比增长 9.52%。3) 结算毛利率提升 1pct：结算毛利率为 28.3%，较 2018 年同期提高 1.0 个百分点。

开工下降竣工提升、全年竣工计划维持不变：公司上半年新开工面积 1953 万方，同比下降 15.9%，占全年开工计划的 54.1% (2018 年上半年：65.5%)，开工比去年放缓；实现竣工面积 1060 万方，同比增长 15.6%，占全年竣工计划的 34.5% (2018 年上半年：34.9%)，竣工速度基本和去年一致，预计全年竣工面积将与年初计划 (3077 万方) 基本持平，预计增长 12%。

审慎投资储备合理、已售未结资源丰富：1) 总土储略增 7.27%：公司上半年新增项目 54 个、总建筑面积 1372.8 万方，权益面积 941.8 万平方米，权益比例比例为 68.6%，土储均价为 6900 元/平方米，88.4%位于一二线城市。截止中报，公司总土储面积 1.534 亿平米，同比增长 7.27%。2) 已售未结同比增长 17%：已售未结面积 4403.7 万平方米，已售未结金额约 6215.5 亿元，较上年末分别增长 18.7%和 17.1%。

净负债率略有提升、外币负债比重较高：1) 净负债率 35.04%：公司中报有息负债金额 2253.2 亿元，净负债率 35.05%，比去年同期的 32.7%略有提升；2) 负债结构健康、关注外币负债：公司长期负债占比为 70.4%，境外负债占比 35.2%，境外负债由于上半年人民币略有升值产生了 3.1 汇兑收益，但近期人民币略有贬值，境外负债有汇兑受损可能。

物业收入持续高增长、多元化业务稳步推进：1) 物业收入同比增 27%、占比略有提升：万科物业实现营业收入 52.8 亿元，同比增长 27.1%，占公司整体营收 3.79%，比年初的 3.29%提升 0.5pct，公司在管物业面积约 5.6 亿平米；2) 商管面积保持稳定：管理商业项目总建筑面积超过 1350 万平方米，与去年基本持平，扩张速度放缓，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)。

投资建议：受益于结算面积和结算毛利的提升，公司收入和利润增长超出预期，净负债率略有提升但仍处于极低水平，外币负债占比较高需注意汇兑风险；多元化业务持续推进，尤其物业收入持续高增长，内含价值被明显低估，鉴于公司竣工计划并未明显改变且开工明显下滑，我们维持全年销售额 6550 亿元的预测，维持公司 19-21 年 EPS 分别为 3.51、4.08、4.71 元，对应当前股价 PE 为 7.75X/6.66X、5.77X，维持“买入”评级，作为行业龙头给予 10 倍 PE，19 年目标价 35.1 元。
风险提示：政策变化不及预期，房屋销售大幅下滑，汇兑损失超预期

投资评级

行业	房地产/房地产开发
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	27.17 元
目标价格	35.1 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	9,724.20
流通 A 股股本(百万股)	9,715.17
A 股总市值(百万元)	264,206.42
流通 A 股市值(百万元)	263,961.17
每股净资产(元)	14.25
资产负债率(%)	85.26
一年内最高/最低(元)	33.60/20.40

作者

陈天诚 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517110001
chentiancheng@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《万科 A-公司点评:销售增速短期回落，拿地保持谨慎》 2019-07-04
- 2 《万科 A-公司点评:销售维持强势，拿地保持谨慎》 2019-06-05
- 3 《万科 A-季报点评:聚焦基本盘，经营持续稳健》 2019-04-30

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	242,897.11	297,679.33	358,495.22	427,756.49	506,848.67
增长率(%)	1.01	22.55	20.43	19.32	18.49
EBITDA(百万元)	54,974.83	76,686.25	85,904.44	96,633.81	114,914.84
净利润(百万元)	28,051.81	33,772.65	39,616.85	46,097.27	53,212.42
增长率(%)	33.44	20.39	17.30	16.36	15.44
EPS(元/股)	2.48	2.99	3.51	4.08	4.71
市盈率(P/E)	10.95	9.09	7.75	6.66	5.77
市净率(P/B)	2.31	1.97	1.67	1.44	1.25
市销率(P/S)	1.26	1.03	0.86	0.72	0.61
EV/EBITDA	6.49	3.97	2.52	3.33	3.59

资料来源：wind，天风证券研究所



请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	174,121.01	188,417.45	261,755.40	270,750.36	320,812.10
应收票据及应收账款	1,432.73	1,588.74	3,628.85	1,952.88	6,494.60
预付账款	73,017.11	75,950.90	98,958.92	125,720.18	158,250.24
存货	598,087.66	750,302.63	873,859.96	1,163,230.54	1,445,747.65
其他	170,894.32	278,812.15	287,164.39	368,277.10	484,449.18
流动资产合计	1,017,552.8	1,295,071.8	1,525,367.5	1,929,931.0	2,415,753.7
长期股权投资	81,224.31	129,527.66	189,527.66	289,527.66	349,527.66
固定资产	7,098.81	11,533.80	11,928.60	12,014.45	11,901.92
在建工程	1,022.41	1,913.01	1,183.80	758.28	484.97
无形资产	1,437.50	4,952.58	4,520.82	4,089.05	3,657.28
其他	57,011.06	85,580.45	80,964.15	82,045.28	80,565.35
非流动资产合计	147,794.09	233,507.50	288,125.02	388,434.71	446,137.17
资产总计	1,165,346.9	1,528,579.3	1,813,492.5	2,318,365.7	2,861,890.9
短期借款	16,108.86	10,101.92	0.00	36,414.43	88,399.18
应付票据及应付账款	176,769.59	229,597.38	87,472.85	221,490.87	452,938.87
其他	654,476.99	882,214.64	1,323,985.03	1,558,201.95	1,701,408.47
流动负债合计	847,355.43	1,121,913.9	1,411,457.8	1,816,107.2	2,242,746.5
长期借款	96,029.04	120,929.06	80,000.00	129,650.61	188,654.08
应付债券	32,322.67	47,095.15	36,175.40	38,531.07	40,600.54
其他	2,965.83	3,020.49	3,157.01	3,047.78	3,075.09
非流动负债合计	131,317.55	171,044.69	119,332.41	171,229.46	232,329.71
负债合计	978,672.98	1,292,958.6	1,530,790.2	1,987,336.7	2,475,076.2
少数股东权益	53,998.62	79,856.60	98,499.82	118,255.79	141,061.11
股本	11,039.15	11,039.15	11,302.14	11,302.14	11,302.14
资本公积	8,329.26	8,005.63	9,219.76	9,210.27	9,198.93
留存收益	121,401.19	147,123.72	172,900.30	201,471.12	234,451.47
其他	(8,094.29)	(10,404.37)	(9,219.76)	(9,210.27)	(9,198.93)
股东权益合计	186,673.94	235,620.73	282,702.26	331,029.05	386,814.73
负债和股东权益总	1,165,346.9	1,528,579.3	1,813,492.5	2,318,365.7	2,861,890.9

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	37,208.39	49,272.29	39,616.85	46,097.27	53,212.42
折旧摊销	1,929.04	2,921.94	826.17	851.45	867.61
财务费用	2,075.26	5,998.57	5,731.73	6,821.45	11,213.61
投资损失	(6,244.56)	(6,787.93)	(6,015.44)	(5,038.25)	(6,084.23)
营运资金变动	42,772.65	538,184.17	169,003.53	(36,390.11)	(62,989.23)
其它	4,582.06	(555,970.85)	17,242.42	18,755.97	22,105.32
经营活动现金流	82,322.83	33,618.18	226,405.25	31,097.78	18,325.50
资本支出	22,077.89	59,075.90	59,923.47	100,189.24	60,022.68
长期投资	19,522.32	48,303.35	60,000.00	100,000.00	60,000.00
其他	(93,213.44)	(174,743.69)	(172,380.55)	(293,221.50)	(172,577.11)
投资活动现金流	(51,613.23)	(67,364.44)	(52,457.07)	(93,032.26)	(52,554.43)
债权融资	190,624.41	247,218.53	163,518.58	258,795.92	374,532.26
股权融资	(2,175.59)	(8,955.93)	(1,704.81)	(6,629.54)	(10,956.42)
其他	(133,183.92)	(193,464.95)	(262,423.98)	(181,236.94)	(279,285.17)
筹资活动现金流	55,264.90	44,797.65	(100,610.22)	70,929.44	84,290.67
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	85,974.50	11,051.40	73,337.96	8,994.96	50,061.74

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	242,897.11	297,679.33	358,495.22	427,756.49	506,848.67
营业成本	160,079.92	186,104.22	224,884.05	269,614.92	319,466.72
营业税金及附加	19,722.23	23,176.06	28,536.22	37,770.90	44,754.74
营业费用	6,261.98	7,868.08	8,962.38	10,865.01	12,873.96
管理费用	8,093.75	10,340.81	12,009.59	13,902.09	16,979.43
研发费用	771.96	946.06	1,139.35	1,359.47	1,610.83
财务费用	2,075.26	5,998.57	5,731.73	6,821.45	11,213.61
资产减值损失	1,318.74	2,354.25	2,500.00	2,500.00	2,500.00
公允价值变动收益	0.00	86.63	(1,400.81)	(1,000.00)	(700.00)
投资净收益	6,244.56	6,787.93	6,015.44	5,038.25	6,084.23
其他	(12,484.21)	(13,481.91)	(9,229.28)	(8,076.50)	(10,768.46)
营业利润	50,812.92	67,498.61	79,346.54	88,960.91	102,833.62
营业外收入	723.29	474.50	523.57	300.00	300.00
营业外支出	394.25	512.91	170.98	161.68	281.86
利润总额	51,141.95	67,460.20	79,699.14	89,099.23	102,851.76
所得税	13,933.57	18,187.91	21,439.07	23,245.99	26,834.02
净利润	37,208.39	49,272.29	58,260.07	65,853.24	76,017.74
少数股东损益	9,156.57	15,499.64	18,643.22	19,755.97	22,805.32
归属于母公司净利润	28,051.81	33,772.65	39,616.85	46,097.27	53,212.42
每股收益（元）	2.48	2.99	3.51	4.08	4.71

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	1.01%	22.55%	20.43%	19.32%	18.49%
营业利润	30.21%	32.84%	17.55%	12.12%	15.59%
归属于母公司净利润	33.44%	20.39%	17.30%	16.36%	15.44%
获利能力					
毛利率	34.10%	37.48%	37.27%	36.97%	36.97%
净利率	11.55%	11.35%	11.05%	10.78%	10.50%
ROE	21.14%	21.68%	21.51%	21.66%	21.65%
ROIC	23.34%	36.67%	31.54%	75.94%	37.01%
偿债能力					
资产负债率	83.98%	84.59%	84.41%	85.72%	86.48%
净负债率	8.84%	24.96%	-34.75%	-3.61%	13.89%
流动比率	1.20	1.15	1.08	1.06	1.08
速动比率	0.50	0.49	0.46	0.42	0.43
营运能力					
应收账款周转率	138.48	197.04	137.42	153.27	120.00
存货周转率	0.46	0.44	0.44	0.42	0.39
总资产周转率	0.24	0.22	0.21	0.21	0.20
每股指标（元）					
每股收益	2.48	2.99	3.51	4.08	4.71
每股经营现金流	7.28	2.97	20.03	2.75	1.62
每股净资产	11.74	13.78	16.30	18.83	21.74
估值比率					
市盈率	10.95	9.09	7.75	6.66	5.77
市净率	2.31	1.97	1.67	1.44	1.25
EV/EBITDA	6.49	3.97	2.52	3.33	3.59
EV/EBIT	6.64	4.07	2.54	3.36	3.62

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com