

# 万科A (000002.SZ) / 房地产行业

## 营收利润双高增，多元业务齐并进

评级：买入（维持）

市场价格：27.17

分析师：倪一琛

执业证书编号：S0740517100003

电话：021-20315288

Email: niyc@r.qlzq.com.cn

### 公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	242,897.11	297,679.3	359,251.1	442,502.2	549,680.4
增长率(%)	1.01	22.55	20.68	23.17	24.22
EBITDA (百万元)	54,202.87	76,686.25	86,159.09	106,346.1	130,825.0
净利润(百万元)	28,051.81	33,772.65	39,969.88	46,425.74	54,151.21
增长率(%)	33.44	20.39	18.35	16.15	16.64
EPS (元/股)	2.48	2.99	3.54	4.11	4.79
市盈率 (P/E)	10.95	9.09	7.68	6.61	5.67
市净率 (P/B)	2.31	1.97	1.54	1.25	1.02

备注：股价以8月20日收盘价为基准

### 投资要点

■ **事件：**8月20日，公司发布2019年半年报，上半年实现营收1393.2亿，同比+31.5%；实现归母净利润118.4亿，同比+29.8%。

■ **营收利润双高增，低杠杆下继续降负债**

1) **业绩稳增长：**万科上半年实现营收1393.2亿，同比+31.5%，归母净利润118.4亿，同比+29.8%，主要由结算面积（同比+20.7%）与结算均价（同比+9.5%）齐升所致；2) **结算毛利率略升：**报告期末，公司结算毛利率28.3%，较去年同期提高1.0个百分点；3) **现金为王，安全边际高：**报告期末，公司在手货币资金1438.7亿，远高于短期借款和一年内到期长期负债的总和666.5亿，同时，经营活动现金流净额88.5亿，经营层面继续维持健康的现金流入；4) **杠杆维持低位，有息债进一步降低：**报告期末，公司净负债率35.0%，较去年同期提升4.1个百分点，有息负债2253.2亿，较年初减少358.9亿；5) **少数股东权益下降，收入含金量提升：**报告期末，公司少数股东权益由年初的798.6亿降至714.5亿，归母所有者权益由1557.6亿提升至1610.2亿，随着少数股东权益占比降低，公司收入质量获提高。

■ **销售稳步增长，已售未结资源富余**

1) **销售稳健：**上半年公司实现销售面积2150.1万方，同比+5.6%，实现销售金额3340.0亿，同比+9.6%，增速为TOP3房企中最高；2) **坚持区域深耕，做主流产品：**公司上半年在41个城市的开发业务销售金额位列当地前三，而且住宅产品中144平米以下中小户型占比为90.6%；3) **可结转资源充足，对未来业绩指引性强：**报告期末，公司并表口径有4403.7万方已售未结资源，对应合同金额6215.5亿，此外，公司披露预计全年竣工面积将与年初计划（3076.6万方）基本持平，我们看好公司全年业绩实现符合预期的增长。

■ **拿地维持审慎投资、布局一二线，资源储备合理**

1) **拿地较为审慎：**上半年公司新获取项目54个，总建面1372.8万方，权益建面941.8万方，建面权益比68.6%，权益地价649.8亿，均价6900元/平；2) **坚持核心城市深耕策略：**按建面算，新增项目82.0%位于一二线，按金额算，88.4%位于一二线；3) **总土储体量合理：**报告期末，公司在建及规划建面1.5亿方，其中在建9867.6万方，规划中5472.6万方，可满足公司未来3年持续开发需求。

■ **多元业务齐头并进，强化各领域领先优势**

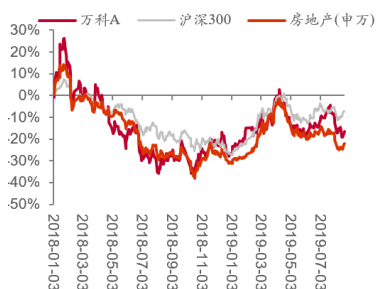
1) **物业业务名利双收：**上半年万科物业收入52.8亿，同比+27.1%，新增项目签约饱和收入21.64亿，同比+113.8%，在增收的同时，围绕房屋资产的交易、管理、配套、增值等环节推出综合性的资产服务计划。不断积累客户口碑；2) **租赁业务继续拓展：**上半年新开业101个项目，总计2.06万间，成熟期项目平均出租率为91%；3) **商业开发优化提效：**上半年公司商管总建面超1350万方，其中印力平台110个项目，管理面积915万方，643万方已开业面积中90%为购物中心，购物中心整体出租率（不含改造项目）约97%；4) **物流布局进一步完善：**报告期末，万纬物流已进驻44个城市，获取127个项目，可租赁物业的面积996万方，同时增设冷链功能的方式，进一步加快冷链业务对全国核心城市的覆盖。

**投资建议：**万科上半年得益于项目结转量价齐升业绩稳增长，销售额在高基数下实现近10%的增长实属不易。公司经营端，在低杠杆背景下进一步降负债；投资端，坚持合理土地储备，上半年拿地少而精，新增土储按金额88.4%位于一二线；开发端，报告期末公司预计全年竣工与年初持平，若下半年项目竣工结转如期完成则全年业绩无忧；此外，上半年公司多元业务在各领域继续扩大优势，我们看好公司作为地产旗舰继续引领行业的同时，多元业务也能相继成为各领域标杆，为后继者指明前进的方向。预计公司2019-2021年EPS为3.54、4.11、4.79元，对应当前PE为7.68、6.61、5.67x，维持“买入”评级。

### 基本状况

总股本(百万股)	11302.14
流通股本(百万股)	9715.17
市价(元)	27.17
市值(百万元)	303418.74
流通市值(百万元)	263961.17

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

■ 风险提示事件：一二线城市调控政策收紧超预期，公司销售回款不达预期。

图表：盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	174,121.01	188,417.45	226,328.24	278,776.39	456,234.74	营业收入	242,897.11	297,679.33	359,251.17	442,502.20	549,680.41
应收账款	164,682.50	244,324.14	146,781.04	394,054.99	281,112.70	营业成本	160,079.92	186,104.22	229,555.12	283,672.96	349,106.79
预付账款	73,017.11	75,950.90	128,365.92	139,988.71	201,108.02	营业税金及附加	19,722.23	23,176.06	29,991.25	35,773.99	44,374.46
存货	598,087.66	750,302.63	1,111,644.49	1,378,373.76	1,802,376.96	营业费用	6,261.98	7,868.08	8,981.28	11,239.56	14,071.82
其他	7,644.56	36,076.74	30,871.81	31,021.74	31,483.77	管理费用	8,865.71	10,340.81	11,496.04	13,363.57	20,228.24
流动资产合计	1,017,552.83	1,295,071.86	1,643,991.50	2,222,215.58	2,772,316.18	财务费用	2,075.26	5,998.57	11,113.52	18,613.89	27,814.82
长期股权投资	81,224.31	129,527.66	161,535.73	194,813.65	232,676.76	资产减值损失	1,318.74	2,354.25	1,621.93	1,764.97	1,913.72
固定资产	7,098.81	11,533.80	13,274.03	15,002.82	17,256.27	公允价值变动收益	0.00	86.63	28.88	38.50	51.34
在建工程	1,022.41	1,913.01	2,351.22	2,879.86	3,499.01	投资净收益	6,244.56	6,787.93	7,466.73	8,213.40	9,034.74
无形资产	1,437.50	4,952.58	6,205.98	8,060.17	9,299.79	其他	(12,484.21)	(12,535.85)	(14,991.21)	(16,503.81)	(18,172.16)
其他	57,011.06	85,580.45	83,947.60	100,113.28	107,392.00	营业利润	50,812.92	67,498.61	73,987.64	86,325.17	101,256.64
非流动资产合计	147,794.09	233,507.50	267,314.56	320,869.78	370,123.84	营业外收入	723.29	474.50	532.03	576.61	527.71
资产总计	1,165,346.92	1,528,579.36	1,911,403.44	2,543,215.20	3,142,610.87	营业外支出	394.25	512.91	421.76	1,183.12	887.17
短期借款	16,108.86	10,101.92	55,913.79	59,503.18	116,354.63	利润总额	51,141.95	67,460.20	74,097.91	85,718.66	100,897.18
应付账款	356,326.21	455,111.77	271,812.79	674,157.75	513,270.79	所得税	13,933.57	18,187.91	19,344.65	22,981.17	27,222.06
其他	474,920.37	656,700.25	809,390.63	990,155.41	1,216,248.85	净利润	37,208.39	49,272.29	54,753.26	62,737.49	73,675.12
流动负债合计	847,355.43	1,121,913.94	1,137,117.21	1,723,816.34	1,845,874.27	少数股东损益	9,156.57	15,499.64	14,783.38	16,311.75	19,523.91
长期借款	96,029.04	120,929.06	435,775.30	406,424.06	802,126.90	归属于母公司净利润	28,051.81	33,772.65	39,969.88	46,425.74	54,151.21
应付债券	32,322.67	47,095.15	41,367.24	52,978.23	61,023.00	每股收益 (元)	2.48	2.99	3.54	4.11	4.79
其他	2,965.83	3,020.49	3,157.01	3,047.78	3,075.09	主要财务比率					
非流动负债合计	131,317.55	171,044.69	480,299.55	462,450.07	866,225.00		2017	2018	2019E	2020E	2021E
负债合计	978,672.98	1,292,958.63	1,617,416.76	2,186,266.41	2,712,099.27	成长能力					
少数股东权益	53,998.62	79,856.60	94,639.98	110,951.73	130,475.63	营业收入	1.01%	22.55%	20.68%	23.17%	24.22%
股本	11,039.15	11,039.15	11,302.14	11,302.14	11,302.14	营业利润	30.21%	32.84%	9.61%	16.68%	17.30%
资本公积	8,329.26	8,005.63	8,956.59	9,181.21	9,068.90	归属于母公司净利润	33.44%	20.39%	18.35%	16.15%	16.64%
留存收益	121,401.19	147,123.72	188,044.56	234,694.93	288,733.83	获利能力					
其他	(8,094.29)	(10,404.37)	(8,956.59)	(9,181.21)	(9,068.90)	毛利率	34.10%	37.48%	36.10%	35.89%	36.49%
股东权益合计	186,673.94	235,620.73	293,986.69	356,948.80	430,511.61	净利率	11.55%	11.35%	11.13%	10.49%	9.85%
负债股东权益总计	1,165,346.92	1,528,579.36	1,911,403.44	2,543,215.20	3,142,610.87	ROE	21.14%	21.68%	20.05%	18.87%	18.05%
现金流量表						ROIC	23.34%	36.67%	31.90%	13.17%	16.60%
单位:百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E	偿债能力					
净利润	37,208.39	49,272.29	39,969.88	46,425.74	54,151.21	资产负债率	83.98%	84.59%	84.62%	85.96%	86.30%
折旧摊销	1,929.04	2,921.94	1,057.93	1,407.10	1,753.58	剔除预收资产负债率	49.00%	51.57%	50.57%	53.56%	53.25%
财务费用	2,075.26	5,998.57	11,113.52	18,613.89	27,814.82	流动比率	1.20	1.15	1.45	1.29	1.50
投资损失	(6,244.56)	(6,787.93)	(7,466.73)	(8,213.40)	(9,034.74)	速动比率	0.50	0.49	0.47	0.49	0.53
营运资金变动	43,389.42	32,609.06	(345,586.21)	50,859.16	(314,464.05)	营运能力					
其它	3,965.29	(50,395.75)	14,812.26	16,350.25	19,575.25	应收账款周转率	1.78	1.46	1.84	1.64	1.63
经营活动现金流	82,322.83	33,618.18	(286,099.34)	125,442.74	(220,203.93)	存货周转率	0.46	0.44	0.39	0.36	0.35
资本支出	22,077.89	59,075.90	36,361.32	38,905.86	43,701.61	总资产周转率	0.24	0.22	0.21	0.20	0.19
长期投资	19,522.32	48,303.35	32,008.08	33,277.91	37,863.11	每股指标 (元)					
其他	(93,213.44)	(174,743.69)	(94,188.42)	(115,827.13)	(123,572.27)	每股收益	2.48	2.99	3.54	4.11	4.79
投资活动现金流	(51,613.23)	(67,364.44)	(25,819.02)	(43,643.35)	(42,007.55)	每股经营现金流	7.28	2.97	-25.31	11.10	-19.48
债权融资	190,624.41	247,218.53	605,001.67	594,039.70	1,061,636.66	每股净资产	11.74	13.78	17.64	21.77	26.55
股权融资	(2,175.59)	(8,502.78)	(7,500.83)	(18,389.26)	(27,927.14)	估值比率					
其他	(133,183.92)	(193,918.10)	(247,671.68)	(605,001.67)	(594,039.70)	市盈率	10.95	9.09	7.68	6.61	5.67
筹资活动现金流	55,264.90	44,797.65	349,829.16	(29,351.24)	439,669.83	市净率	2.31	1.97	1.54	1.25	1.02
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	6.58	3.97	8.02	5.91	7.12
现金净增加额	85,974.50	11,051.40	37,910.79	52,448.15	177,458.35	EV/EBIT	6.74	4.07	8.12	5.99	7.22

来源：公司公告，中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。