

## 万科A (000002)

## 业绩超预期兑现，龙头依旧稳健

## 强烈推荐（维持）

现价：27.17 元

## 主要数据

行业	地产
公司网址	www.vanke.com
大股东/持股	深圳地铁集团/29.38%
实际控制人	
总股本(百万股)	11,302
流通 A 股(百万股)	9,715
流通 B/H 股(百万股)	1,578
总市值(亿元)	3,036.75
流通 A 股市值(亿元)	2,639.61
每股净资产(元)	14.25
资产负债率(%)	85.3

## 行情走势图



## 相关研究报告

《万科 A\*000002\*业绩稳健增长，毛利率延续高位》 2019-04-30

《万科 A\*000002\*稳扎稳打，有质量的增长》 2019-03-26

## 证券分析师

杨侃 投资咨询资格编号  
S1060514080002  
0755-22621493  
YANGKAN034@PINGAN.COM.CN

## 研究助理

郑茜文 一般从业资格编号  
S1060118080013  
ZHENGXIWEN239@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

## 投资要点

## 事项：

公司公布2019年半年报，上半年实现营业收入1393.2亿元，同比增长31.5%，归母净利润118.4亿元，同比增长29.8%，对应EPS1.06元/股，略超预期。

## 平安观点：

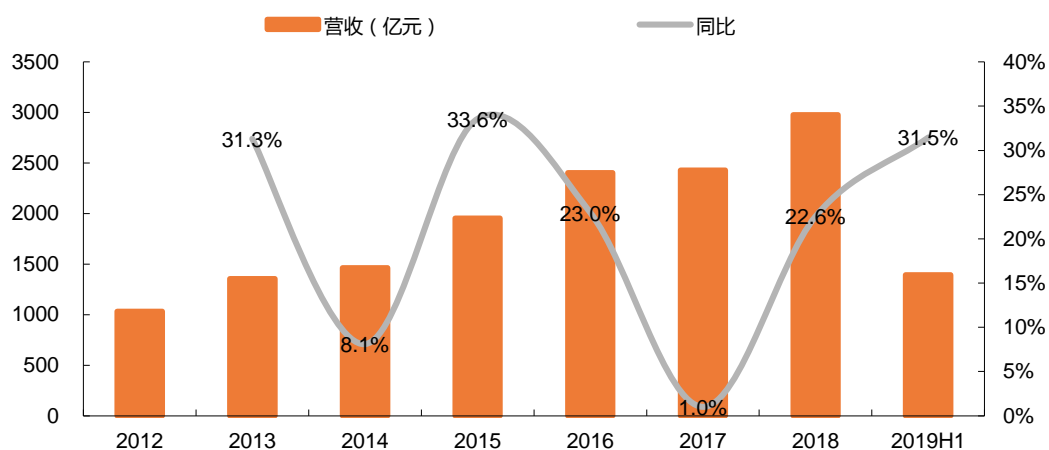
- **业绩表现靓丽，结算均价大幅提升：**上半年公司实现营收 1393.2 亿元，同比增长 31.5%，归母净利润 118.4 亿元，同比增长 29.8%。归母净利润增速略低于营收增速主要因合作增多导致少数股东损益占比提升 6.1 个百分点至 38.6%。受结算结构影响，整体毛利率同比上升 1.8 个百分点至 36.3%。期内公司实现结算面积 846.3 万平，结算收入 1329.9 亿元，同比分别增长 20.7%、32.2%；结算均价 15715 元/平，较 2018 年全年上涨 21%。由于销售金额远大于结算金额，期末已售未结资源 4403.7 万平，按合同金额合计约 6215.5 亿元，较 2018 年末分别增长 18.7%和 17.1%；未结资源均价 14114 元/平，较 2018 年微降 1.3%，充足未结资源为未来业绩持续增长奠定基础。
- **销售平稳增长，新开工略有放缓：**上半年公司实现销售面积 2150.1 万平，销售金额 3340 亿元，同比分别增长 5.6%和 9.6%，在 41 个城市销售金额位列前三，全国销售额市占率较 2018 年全年提升 0.7 个百分点至 4.7%；销售均价 15534 元/平，较 2018 年全年上升 3.3%。从销售区域分布来看，南方区域、上海区域、北方区域、中西部区域销售额占比分别为 18.8%、35.9%、21.9%和 22.1%，区域分布均衡。从产品类型来看，住宅产品中 144 平方米以下的中小户型占比 90.6%。期内竣工面积 1060 万平米，同比增长 15.6%，完成全年计划 34.5%，新开工面积 1953 万平，同比下降 15.9%，完成全年计划 54.1%。
- **拿地审慎，权益占比提升：**上半年新增项目 54 个，总建面 1372.8 万平，同比下降 33%，权益比例较 2018 年全年提升 15.4 个百分点至 68.6%。全口径拿地销售面积比 63.8%、平均楼面地价（6900 元/平）为同期销售均价的 44.4%，分别较 2018 年下降 52.1 个、提升 8.3 百分点。区域布局来看，按建筑面积计，82.0%的新增项目位于一二线城市；按权益投资金

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	242,897	297,679	393,949	502,718	624,476
YoY(%)	1.0	22.6	32.3	27.6	24.2
净利润(百万元)	28,052	33,773	43,466	54,168	66,526
YoY(%)	33.4	20.4	28.7	24.6	22.8
毛利率(%)	34.1	37.5	37.0	36.2	35.9
净利率(%)	11.5	11.3	11.0	10.8	10.7
ROE(%)	19.9	20.9	21.6	21.8	21.7
EPS(摊薄/元)	2.48	2.99	3.85	4.79	5.89
P/E(倍)	10.9	9.1	7.1	5.7	4.6
P/B(倍)	2.3	2.0	1.6	1.3	1.0

额计，88.4%位于一二线城市。期末在建及规划建设项目面积约 1.5 亿平米，可保障未来 2-3 年销售，整体仍较为充足。

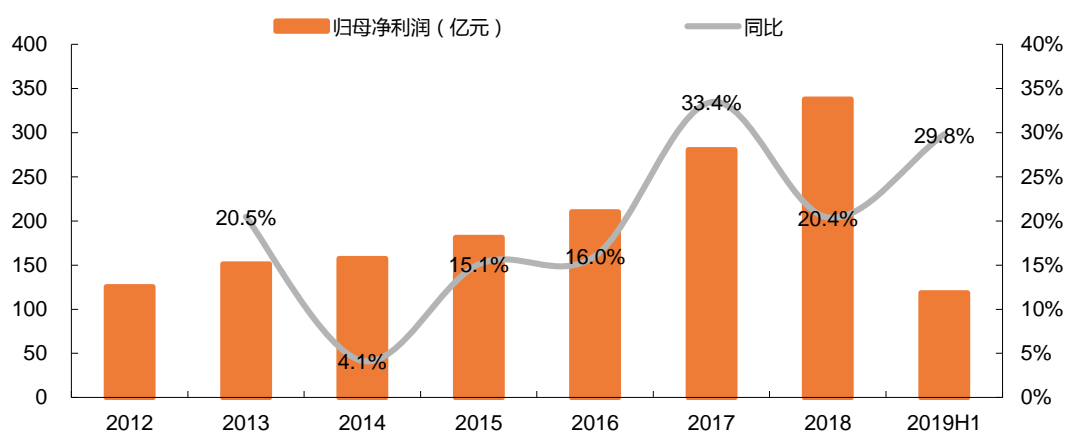
- **各业务协同发展，实现多点开花：**物业方面，公司坚持以有品质、有温度的服务积累客户口碑，市场份额持续扩大，上半年实现营收 52.8 亿元，同比增长 27.1%。租赁方面，公司自 2014 年以来积极布局长租公寓市场，上半年新开业 2.06 万间，累计开业 8.2 万间，覆盖 35 个主要城市，其中 74% 位于北京、上海、深圳、广州、杭州等 14 个核心城市；成熟期项目（开业半年及以上）平均出租率达 91%。商业开发及运营方面，公司以印力为主要平台，累计管理商业项目总建面超 1350 万平，其中印力在管面积 915 万平，购物中心整体出租率（不含改造项目）达 97%。期末万纬物流共运营 64 个项目（含 55 个高标库项目和 9 个冷链项目），其中高标库稳定运营项目平均出租率达 92%。
- **积极拓展融资渠道，财务状况稳健：**期内公司持续拓展融资渠道，先后进行住房租赁专项公司债券、美元中期票据计划发行。期末在手现金 1438.7 亿元，为一年到期长短期负债的 203.5%，短期偿债压力无虞；净负债率为 35%，较 2018 年末上升 4.1 个百分点，仍处于较低水平。
- **投资建议：**考虑公司项目盈利能力及结算均价提升幅度好于预期，上调公司 2019-2021 年 EPS 至 3.85（+0.21）、4.79（+0.35）、5.89（+0.51）元，当前股价对应 PE 分别为 7.1 倍、5.7 倍、4.6 倍。公司作为国内优质龙头开发房企，住宅开发持续受益集中度提升，仍将保持较快增速，同时前瞻布局物流地产、长租公寓等地产细分领域，新业务协同发展、多点开花，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**1）当前楼市整体有所降温，而三四线受制于供应充足、需求萎缩，加上此前未有明显调整，预计后续量价均将面临较大压力，未来或存在三四线楼市超预期调整导致销售承压，带来公司部分三四线项目减值风险；2）受楼市火爆影响 2016 年起地价持续上升，而后续各城市限价政策陆续出台，未来公司毛利率面临下滑风险；3）近期行业资金面持续收紧，而多地亦相继政策微调以降低市场热度，后续楼市回归平稳过程中若超预期降温，公司面临融资渠道收紧及融资成本上行风险。

图表1 万科 2019 年上半年营收同比增长 31.5%



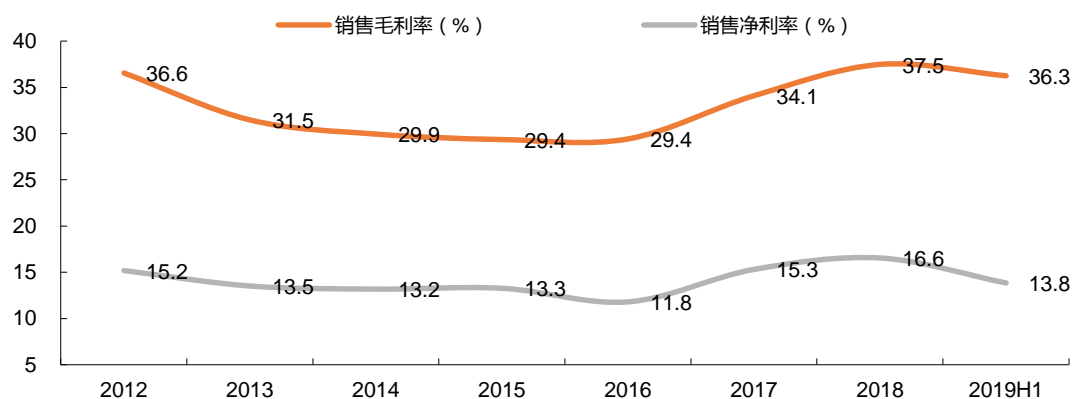
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表2 万科 2019 年上半年归母净利润同比增长 29.8%



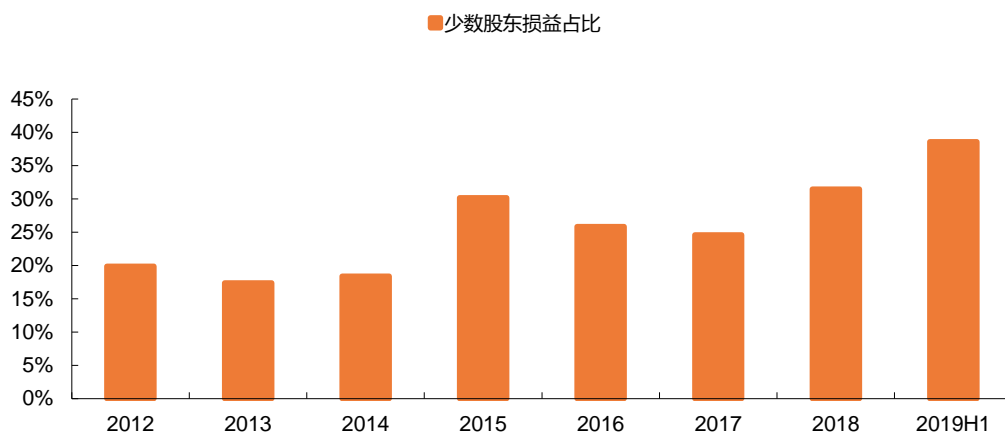
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表3 万科销售毛利率及净利率



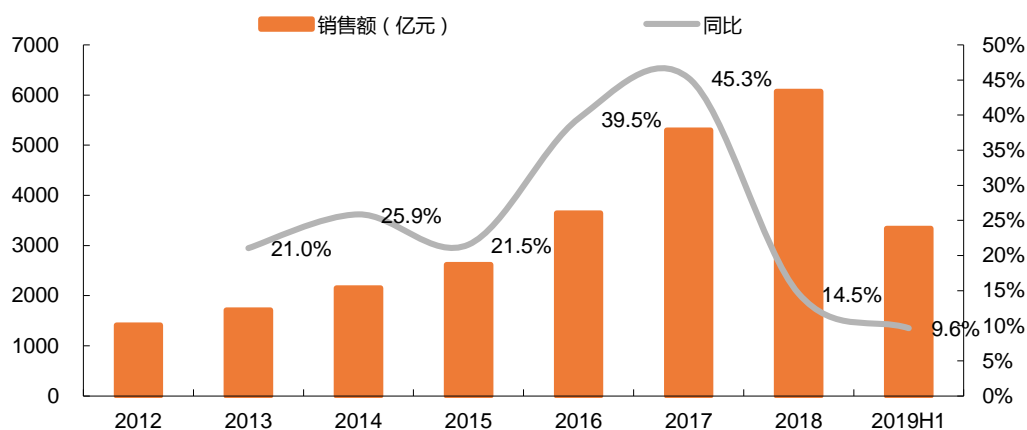
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表4 万科少数股东损益占比提升



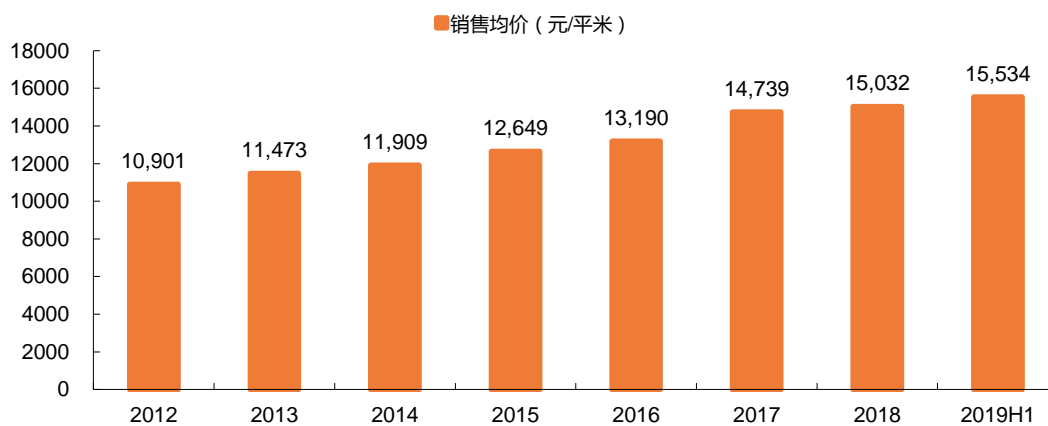
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表5 万科 2019 年上半年销售额同比增长 9.6%



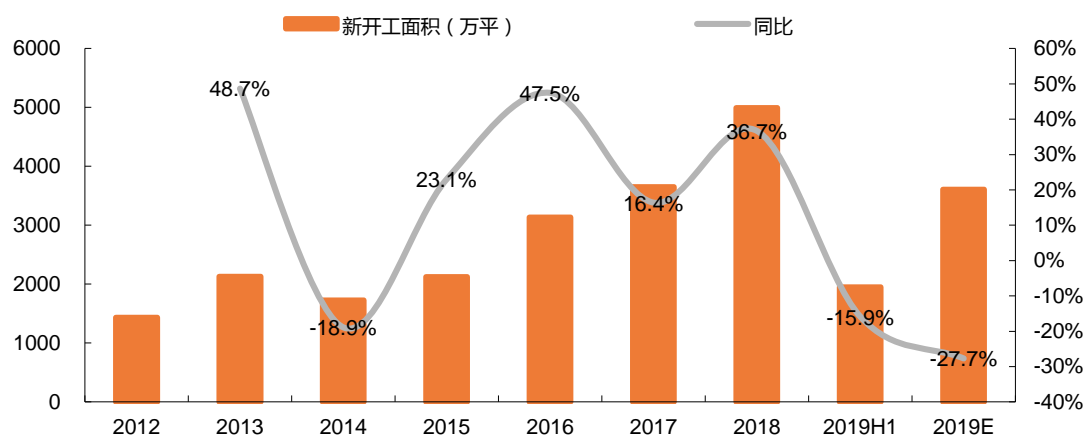
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表6 万科销售均价走势



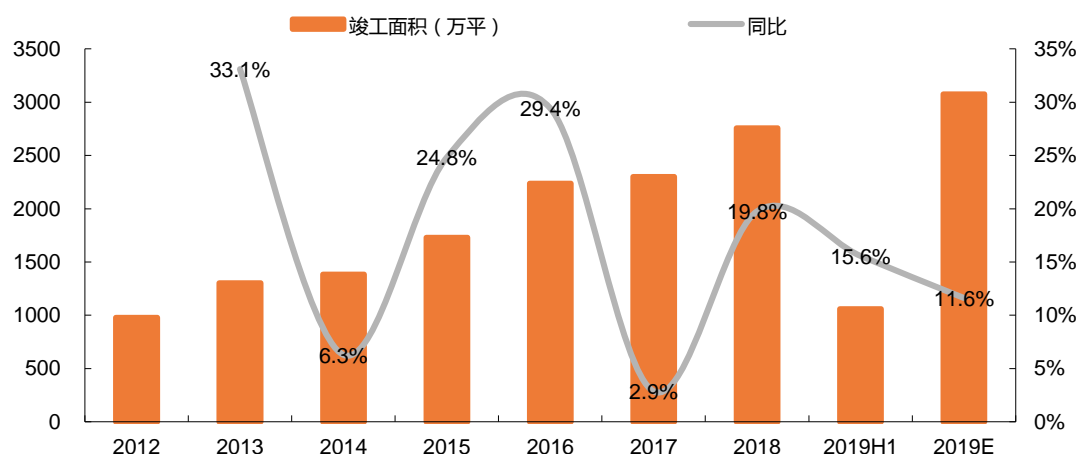
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表7 万科 2019 年上半年新开工同比下降 15.9%



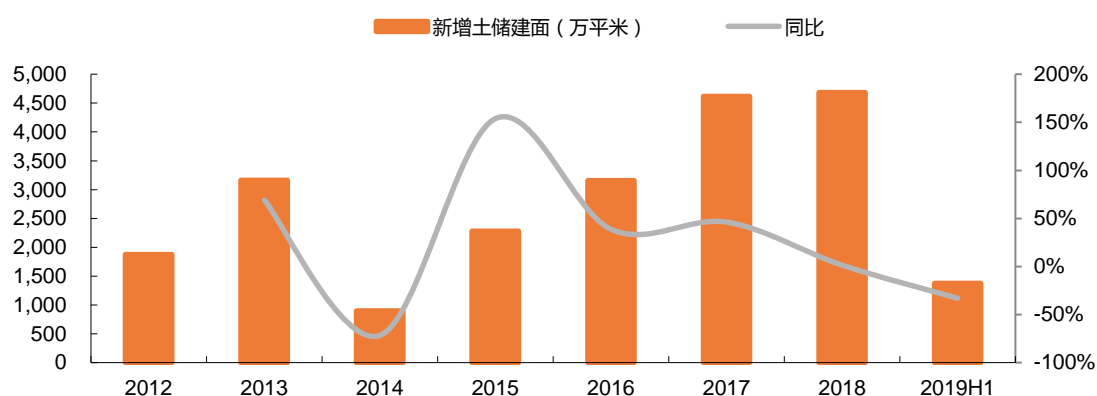
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表8 万科 2019 年上半年竣工同比增长 15.6%



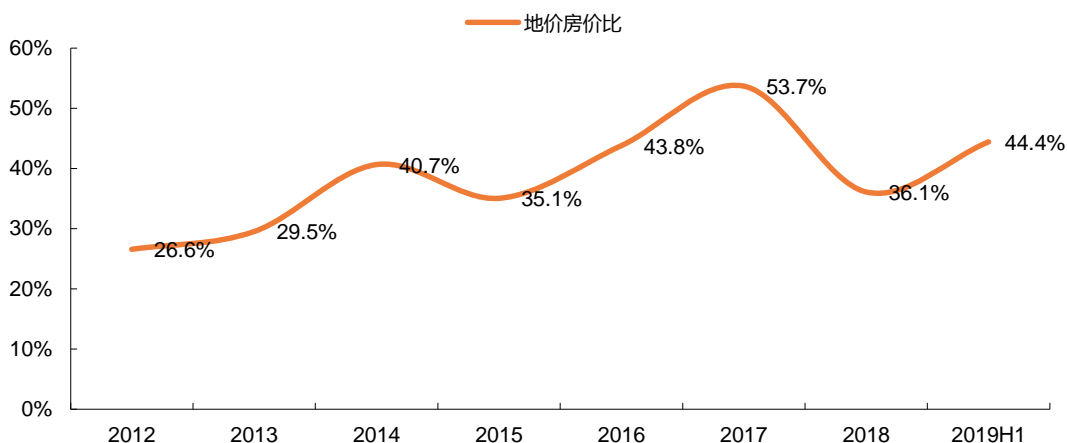
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表9 万科 2019 年上半年新增土储同比下降 33%



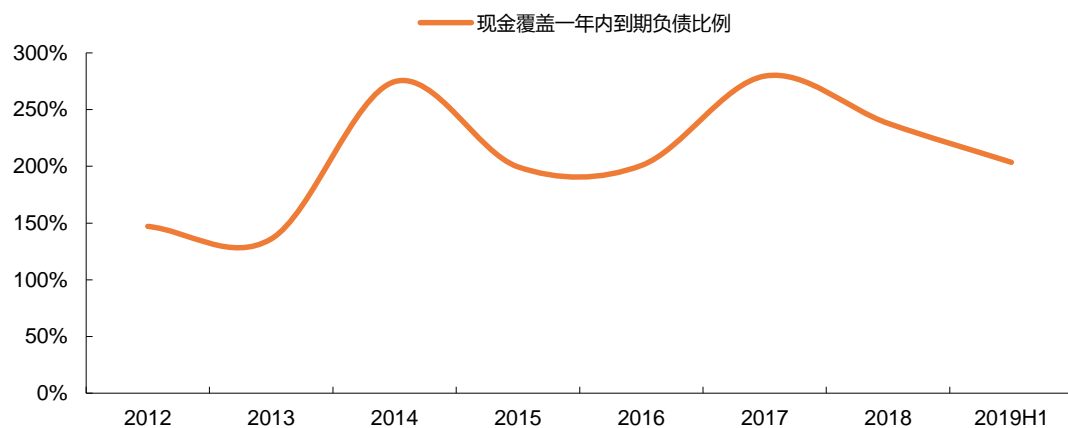
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表10 万科地价房价比走势



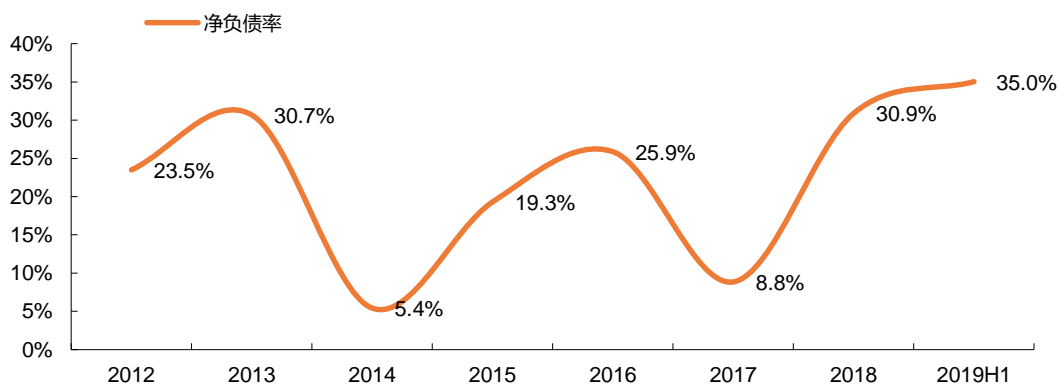
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表11 万科现金覆盖近一年内到期负债比例处于高位



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表12 万科净负债率情况



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	1295072	1615667	1995916	2368476
现金	188417	257972	201087	249791
应收票据及应收账款	1589	2410	2693	3646
其他应收款	244324	295059	393248	461767
预付账款	75951	121193	130382	182125
存货	750303	904545	1234018	1436660
其他流动资产	34488	34488	34488	34488
<b>非流动资产</b>	233508	292684	351453	409389
长期投资	129528	182374	235758	289180
固定资产	11534	14203	17605	21272
无形资产	4953	4261	3390	2367
其他非流动资产	87493	91846	94700	96570
<b>资产总计</b>	1528579	1908351	2347369	2777866
<b>流动负债</b>	1121914	1471660	1859417	2227193
短期借款	10102	10102	103003	15776
应付票据及应付账款	229597	312418	388029	486702
其他流动负债	882215	1149140	1368385	1724714
<b>非流动负债</b>	171045	142504	124450	99508
长期借款	168024	139484	121430	96488
其他非流动负债	3020	3020	3020	3020
<b>负债合计</b>	1292959	1614164	1983867	2326701
少数股东权益	79857	99845	124754	156060
股本	11039	11302	11302	11302
资本公积	8006	14393	14393	14393
留存收益	139118	177987	227448	289627
<b>归属母公司股东权益</b>	155764	194343	238748	295105
<b>负债和股东权益</b>	1528579	1908351	2347369	2777866

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	33618	202466	-62630	230369
净利润	49272	63454	79077	97832
折旧摊销	2922	3852	4791	5918
财务费用	5999	7657	5873	5115
投资损失	-6788	-5402	-5862	-6074
营运资金变动	-13963	132926	-146481	127612
其他经营现金流	-3824	-22	-27	-34
<b>投资活动现金流</b>	-67364	-57605	-57670	-57746
资本支出	5897	6330	5385	4515
长期投资	-45823	-52847	-53559	-53422
其他投资现金流	-107290	-104122	-105844	-106653
<b>筹资活动现金流</b>	44798	-75306	-29486	-36692
短期借款	-6007	0	0	0
长期借款	39672	-28541	-18054	-24942
普通股增加	0	263	0	0
资本公积增加	-324	6387	0	0
其他筹资现金流	11456	-53416	-11432	-11751
<b>现金净增加额</b>	11342	69554	-149786	135930

利润表

单位: 百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	297679	393949	502718	624476
营业成本	186104	248227	320784	400602
营业税金及附加	23176	33722	42234	51310
营业费用	7868	9340	12239	15653
管理费用	10341	12191	16397	21045
研发费用	946	1252	1598	1985
财务费用	5999	7657	5873	5115
资产减值损失	2354	1182	1257	1249
其他收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	87	22	27	34
投资净收益	6788	5402	5862	6074
资产处置收益	-3	0	0	0
<b>营业利润</b>	67499	85802	108225	133625
营业外收入	474	613	552	591
营业外支出	513	313	347	392
<b>利润总额</b>	67460	86102	108430	133824
所得税	18188	22648	29354	35992
<b>净利润</b>	49272	63454	79077	97832
少数股东损益	15500	19988	24909	31306
<b>归属母公司净利润</b>	33773	43466	54168	66526
EBITDA	76431	88944	114067	140174
EPS (元)	2.99	3.85	4.79	5.89

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	22.6	32.3	27.6	24.2
营业利润(%)	32.8	27.1	26.1	23.5
归属于母公司净利润(%)	20.4	28.7	24.6	22.8
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	37.5	37.0	36.2	35.9
净利率(%)	11.3	11.0	10.8	10.7
ROE(%)	20.9	21.6	21.8	21.7
ROIC(%)	13.2	16.5	15.8	21.7
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	84.6	84.6	84.5	83.8
净负债比率(%)	25.9	-24.2	17.8	-20.5
流动比率	1.2	1.1	1.1	1.1
速动比率	0.4	0.4	0.3	0.3
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	197.0	197.0	197.0	197.0
应付账款周转率	0.9	0.9	0.9	0.9
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	2.99	3.85	4.79	5.89
每股经营现金流(最新摊薄)	4.58	17.91	-5.54	20.38
每股净资产(最新摊薄)	13.78	17.20	21.12	26.11
<b>估值比率</b>				
P/E	9.1	7.1	5.7	4.6
P/B	2.0	1.6	1.3	1.0
EV/EBITDA	5.7	3.6	4.2	2.6

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）  
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）  
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）  
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）  
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）  
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



**平安证券**  
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区益田路 5033 号平安金融 融中心 62 楼 邮编：518033	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融 大厦 25 楼 邮编：200120 传真：( 021 ) 33830395	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街 中心北楼 15 层 邮编：100033