

# 万科 A (000002.SZ)

## 拿地收放自如 业绩略超预期

**事件:** 公司发布 2019 年三季报, 前三季度实现营收 2239 亿元, 同比增长 27.2%, 归母净利润 182.4 亿元, 同比增长 30.4%, 整体略超市场预期。实现销售额 4756 亿元, 同比增长 10.2%, 销售面积 3062 万方, 同比增长 5.5%。

**已售未结资源充足, 全年业绩高增可期。** 公司当前已售未结金额达 6362.4 亿元, 覆盖 18 年结算金额的 2.2 倍。前三季度竣工面积 1640 万方, 占全年竣工目标的 53.3%, 去年同期 59.1%。近 3 年竣工目标完成率 105%-142%。前三季度结算均价 1.46 万元/平, 同比增长 12%。根据测算, 预计公司本年结算面积为 2533 万平方米, 对应结算收入增长 29%。

**拿地节奏收放自如, 积极补仓一二线, 权益比例回升。** 公司上半年公司新增土地总价/销售金额为 30%, 第三季度该比例升至 65%。而第三季度百城宅地平均溢价率 11.75%, 远低于上半年的 20.2%, 显示出公司拿地节奏较有前瞻性。公司持续深耕一二线城市, 新增土储中一二线权益地价占比 81%。新增土储权益面积占比 72.1%, 较去年同期 54.1% 有较大提升。

**可售资源充足, 新开工好于预期, 销售稳健增长。** 公司当前可售建面约 1.15 亿方, 覆盖 18 年销售面积 2.72 倍, 土储充足。2019 年计划新开工面积 3609 万方, 与 18 年新开工面积 4992.8 万方相比下降 27.7%。2019 年前三季度新开工面积 3240 万方, 占全年目标的 90%, 高于去年同期的目标完成率 73%。预计全年销售金额增速 10%。

**综合毛利率提升, 杠杆水平有所回落。** 公司 1-9 月综合毛利率 36%, 同比提升 1.23 个百分点; 其中房地产业务结算毛利率为 27.6%, 同比略降 0.2 个百分点; 三费占比 8.0%, 同比下降 0.9 个百分点; 净利率 12.8%, 同比提升 0.4 个百分点。净负债率 50.4%, 同比下降 0.8 个百分点。

**维持“买入”评级。** 我们预计公司 2019 年至 2021 年营业收入为 3850 亿元/4828 亿元/5914 亿元, 归母净利润为 426 亿元/518 亿元/617 亿元, EPS 为 3.77 元/4.58 元/5.46 元, 当前股价对应 PE 为 6.9 倍/5.7 倍/4.8 倍。目标价 **32.0 元 (对应 8.5 倍 PE)**。

**风险提示:** 公司竣工及结算不及预期, 结算毛利率不及预期, 新业务拓展长期不达预期, 融资收紧超预期。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	242,897	297,679	385,019	482,847	591,352
增长率 yoy (%)	1.0	22.6	29.3	25.4	22.5
归母净利润 (百万元)	28,052	33,773	42,590	51,758	61,669
增长率 yoy (%)	33.4	20.4	26.1	21.5	19.1
EPS 最新摊薄 (元/股)	2.48	2.99	3.77	4.58	5.46
净资产收益率 (%)	19.9	20.9	20.9	20.7	20.3
P/E (倍)	10.5	8.7	6.9	5.7	4.8
P/B (倍)	2.2	1.9	1.6	1.3	1.0

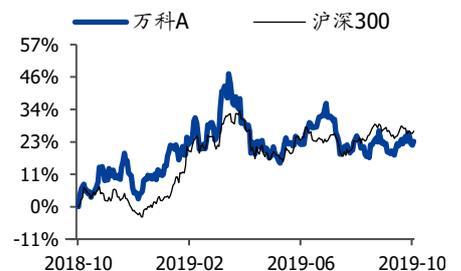
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

### 买入 (维持)

#### 股票信息

行业	房地产开发
前次评级	买入
最新收盘价	26.97
总市值(百万元)	304,818.80
总股本(百万股)	11,302.14
其中自由流通股(%)	85.96
30 日日均成交量(百万股)	37.69

#### 股价走势



#### 作者

分析师 任鹤

执业证书编号: S0680519060001

邮箱: renhe@gszq.com

研究助理 杨倩雯

邮箱: yangqianwen@gszq.com

#### 相关研究

- 1、《万科 A (000002.SZ): 双面万科, 行业未来领舞者》  
2019-09-30



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	1,017,553	1,295,072	1,506,635	1,671,921	2,005,439
现金	174,121	188,417	192,509	260,313	334,391
应收账款	1,433	1,586	4,232	2,510	5,230
其他应收款	163,250	244,324	282,832	378,268	431,395
预付账款	73,017	75,951	78,057	82,892	86,065
存货	598,088	750,303	921,729	919,550	1,119,320
其他流动资产	7,645	34,491	27,275	28,388	29,039
<b>非流动资产</b>	147,794	233,508	280,751	334,029	391,398
长期投资	81,224	129,528	164,323	203,889	245,430
固定投资	7,099	11,534	12,905	14,931	17,387
无形资产	1,438	4,953	4,261	3,390	2,367
其他非流动资产	58,033	87,493	99,262	111,820	126,214
<b>资产总计</b>	1,165,347	1,528,579	1,787,385	2,005,950	2,396,838
<b>流动负债</b>	847,355	1,121,914	1,312,731	1,436,169	1,666,048
短期借款	16,109	10,102	41,379	12,122	14,547
应付账款	173,439	229,597	164,664	381,003	337,645
其他流动负债	657,807	882,215	1,106,688	1,043,043	1,313,856
<b>非流动负债</b>	131,318	171,045	191,137	224,653	310,305
长期借款	128,352	168,024	188,116	221,632	307,285
其他非流动负债	2,966	3,020	3,020	3,020	3,020
<b>负债合计</b>	978,673	1,292,959	1,503,868	1,660,821	1,976,353
少数股东权益	53,999	79,857	96,437	116,053	139,909
股本	11,039	11,039	11,302	11,302	11,302
资本公积	8,329	8,006	8,006	8,006	8,006
留存收益	113,072	139,118	175,364	220,007	274,363
归属母公司股东收益	132,675	155,764	187,080	229,076	280,576
<b>负债和股东权益</b>	1,165,347	1,528,579	1,787,385	2,005,950	2,396,838

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动净现金流</b>	82,323	33,618	34,311	107,633	16,980
净利润	37,208	49,272	59,171	71,374	85,524
折旧摊销	1,929	2,922	4,964	6,293	8,003
财务费用	2,075	5,999	4,326	4,667	4,743
投资损失	-6,245	-6,788	-8,282	-9,775	-11,100
营运资金变动	234,646	-13,963	-25,867	35,075	-70,190
其他经营现金流	-187,292	-3,824	0	0	0
<b>投资活动净现金流</b>	-51,613	-67,364	-43,925	-49,796	-54,272
资本支出	2,360	5,897	5,269	5,581	6,616
长期投资	-43,466	-45,823	-34,795	-34,588	-41,541
其他投资现金流	-92,719	-107,290	-73,451	-78,803	-89,196
<b>筹资活动净现金流</b>	55,265	44,798	-14,568	38,240	111,370
短期借款	-468	-6,007	3,003	-983	2,424
长期借款	42,837	39,672	20,092	33,516	85,652
普通股增加	0	0	263	0	0
资本公积增加	61	-324	0	0	0
其他筹资现金流	12,834	11,456	-37,926	5,707	23,293
<b>现金净增加额</b>	84,836	11,342	-24,182	96,077	74,078

**利润表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	242,897	297,679	385,019	482,847	591,352
营业成本	160,080	186,104	254,985	322,224	397,580
营业税金及附加	19,722	23,176	32,957	40,565	48,589
营业费用	6,262	7,868	9,128	11,755	14,823
管理费用	8,866	10,341	11,915	15,748	19,929
财务费用	2,075	5,999	4,326	4,667	4,743
资产减值损失	1,319	2,354	0	0	0
公允价值变动收益	0	87	0	0	0
投资净收益	6,245	6,788	8,282	9,775	11,100
<b>营业利润</b>	50,813	67,499	79,990	97,664	116,789
营业外收入	723	474	613	552	591
营业外支出	394	513	313	347	392
<b>利润总额</b>	51,142	67,460	80,290	97,869	116,988
所得税	13,934	18,188	21,119	26,495	31,464
<b>净利润</b>	37,208	49,272	59,171	71,374	85,524
少数股东收益	9,157	15,500	16,581	19,616	23,855
<b>归属母公司净利润</b>	28,052	33,773	42,590	51,758	61,669
EBITDA	61,429	80,917	91,505	111,725	133,873
EPS (元/股)	2.48	2.99	3.77	4.58	5.46

**主要财务比率**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	1.0	22.6	29.3	25.4	22.5
营业利润 (%)	30.2	32.8	18.5	22.1	19.6
归属母公司净利润 (%)	33.4	20.4	26.1	21.5	19.1
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	34.1	37.5	33.8	33.3	32.8
净利率 (%)	11.5	11.3	11.1	10.7	10.4
ROE (%)	19.9	20.9	20.9	20.7	20.3
ROIC (%)	13.3	14.1	13.7	14.4	13.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	84.0	84.6	84.1	82.8	82.5
净负债比率 (%)	8.8	25.0	29.6	11.8	22.1
流动比率	1.2	1.2	1.1	1.2	1.2
速动比率	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.24	0.22	0.23	0.25	0.27
应收账款周转率	138.5	197.2	132.3	143.2	152.8
应付账款周转率	1.0	0.9	1.3	1.2	1.1
<b>每股指标 (元/股)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	2.48	2.99	3.77	4.58	5.46
每股经营现金流 (最新摊薄)	6.33	4.58	3.04	9.52	1.50
每股净资产 (最新摊薄)	11.74	13.78	16.55	20.27	24.82
<b>估值指标 (倍)</b>					
P/E	10.5	8.7	6.9	5.7	4.8
P/B	2.2	1.9	1.6	1.3	1.0
EV/EBITDA	6.0	5.2	5.1	3.9	3.9

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层  
 邮编：100032  
 传真：010-57671718  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层  
 邮编：200120  
 电话：021-38934111  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com