

万科 A(000002.SZ)/万科企业(02202.HK)

利润率持续改善，逆周期加大土地投资力度

核心观点：

● 利润率持续改善，业绩稳步增长

19 年前三季度公司实现主营业务收入 2239 亿元，同比增长 27%，实现归母净利润 182.41 亿元，同比增长 30%，三季度单季收入增速 21%，归母利润增速 32%，业绩稳步增长。利润率方面，三季度单季度公司毛利率 36%，较去年同期上涨 0.3 个百分点，前三季度毛利率 36%，较去年同期上涨 1.2 个百分点，利润率持续改善。此外，三费费用率的降低和资产减值损失的下滑也是支撑公司三季度归母净利润增长的重要原因。

● 回款率如期改善，逆周期加大土地投资力

19 年前三季度公司实现地产销售金额 4756 亿元，同比增长 10%，其中三季度销售金额 1416 亿元，同比增长 12%。三季度并表回款规模 1004 亿元，并表回款率 71%，三季度一般是公司并表回款率的高点，回款率如期改善。土地投资方面，三季度公司拿地面积/销售面积为 163%，全年拿地建面/销售建面比例回升至 100%，土地投资力度明显加强。此外，公司拿地的权益比例大幅提高，三季度末金额口径权益比例提升至 77%，三季度权益拿地金额 776.9 亿元，同比大幅上涨 47%，自有资金投资力度提升。公司偿还债务和加大土地投资使公司在手货币资金减少，整体净负债率水平上升至 50%，但短期债务覆盖倍数依然安全，整体财务稳定性较好。

● 预计公司 19、20 年 EPS 分别为 3.67、4.22 元，维持“买入”评级

行业龙头地位以及一二线城市的布局和土地储备，使万科持续超过行业平均的估值表现，给予公司 A 股、H 股对应 19 年 PE 11x、9.5x 的合理估值，则合理价值分别为 40.37 元/股、38.65 港元/股。

● 风险提示

景气程度不断下降，新业务拓展回报率不达预期，影响公司业绩。

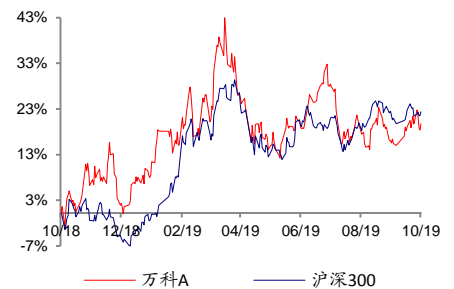
盈利预测：

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	242897	297679	364416	435737	496703
增长率(%)	1%	23%	22%	20%	14%
EBITDA(百万元)	49277	72166	76718	87433	95941
净利润(百万元)	28052	33773	40508	46637	52109
增长率(%)	33%	20%	20%	15%	12%
EPS(元/股)	2.54	3.06	3.67	4.22	4.72
市盈率(P/E)	10.6	8.8	7.3	6.4	5.7
市净率(P/B)	2.2	1.9	1.5	1.2	1.0
EV/EBITDA	7.3	4.5	5.4	5.1	5.1

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	26.97 元/28.6 港元
合理价值	40.37 元/38.65 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2019-10-27

相对市场表现



分析师：

乐加栋



SAC 执证号：S0260513090001



021-60750620



lejiadong@gf.com.cn

分析师：

郭镇



SAC 执证号：S0260514080003



SFC CE No. BNN906



010-59136622



guoz@gf.com.cn

请注意，乐加栋并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

万科 A(000002.SZ)/万科企业 (02202.HK):收敛聚焦，巩固提升基本盘 2019-08-26

万科 A(000002.SZ)/万科企业 (02202.HK):稳固基本盘，拓展新方向 2019-04-08

万科 A(000002.SZ):未雨绸缪，行稳道长 2018-10-27

利润率持续改善，业绩稳步增长

19年前三季度，万科A实现营业收入2239.1亿元，同比增长27.2%，营业利润419.6亿元，同比增长32.6%，归母净利润182.4亿元，同比增长30.4%。单季度来看，三季度营收845.9亿元，同比增长20.8%，归母净利润64.0亿元，同比增长31.6%。

图1：万科A主营业务收入（亿元）及增速

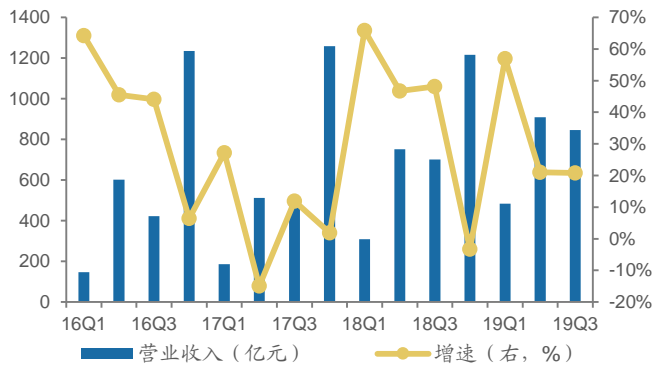
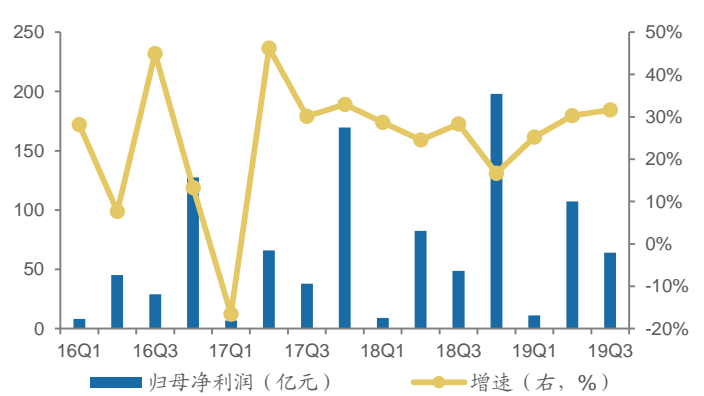


图2：万科A归母净利润（亿元）及增速



数据来源：公司年报及季报，广发证券发展研究中心

数据来源：公司年报及季报，广发证券发展研究中心

三季度房地产结算节奏边际加快，但竣工节奏较去年同期放缓。19年前三季度公司房地产结算收入2125.7亿元，同比增长26.9%，结算面积1455.0万方，同比增长13.6%，其中三季度单季结算收入795.8亿元，同比增长18.9%，结算面积608.7万方，同比增长5.1%，较二季度由负转正，结算均价13073元/平米，同比增长13.2%。前三季度公司累计竣工1640.1万方，占全年计划竣工面积的53.3%，较去年同期下降5.8个百分点，同时前三季度结算面积/竣工面积这一比例为88.7%，较去年同期上升6.3个百分点，竣工节奏边际放缓。三季度末公司已售未结算金额6362.4亿元，已售未结算面积4474.3万方，可结算资源储备丰富。

图3：万科A单季度结算金额增速及贡献

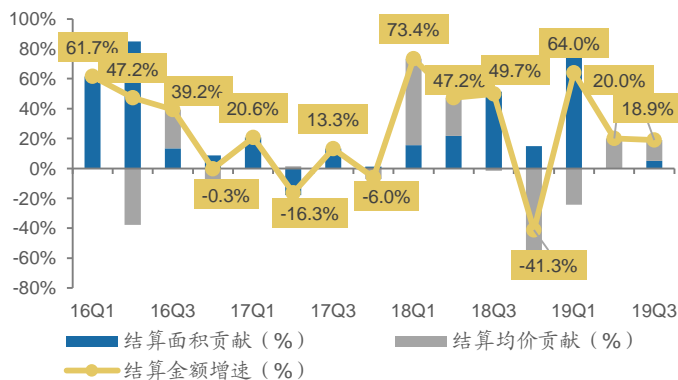
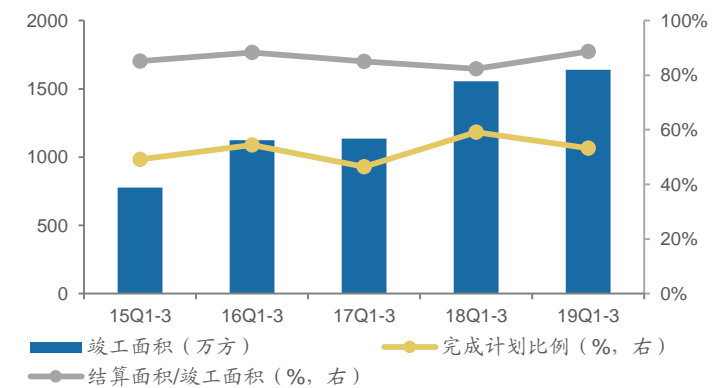


图4：万科A近5年三季度竣工面积及竣工节奏



数据来源：公司年报及季报，广发证券发展研究中心

数据来源：公司年报及季报，广发证券发展研究中心

毛利率方面，三季度单季度毛利率35.6%，较去年同期上涨0.3个百分点，前三季度公司毛利率36.0%，较去年同期上涨1.2个百分点，其中房地产业务前三季度毛利率27.6%，较去年同期下降0.2个百分点，三季度一般是公司地产结算毛利率的低点。

图5: 万科A季度主营业务毛利率表现

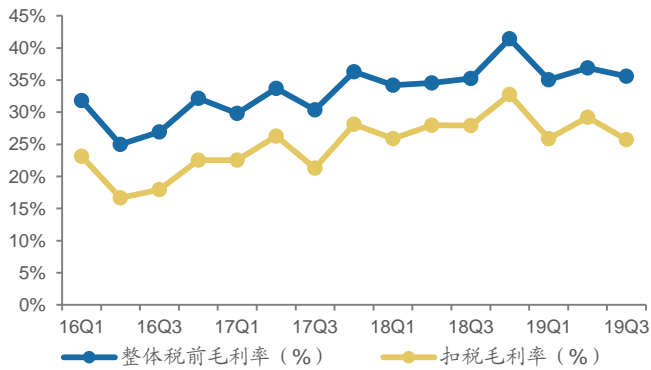
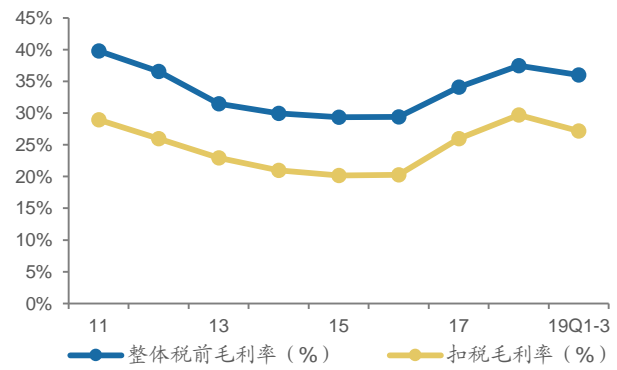


图6: 万科A年度主营业务毛利率表现

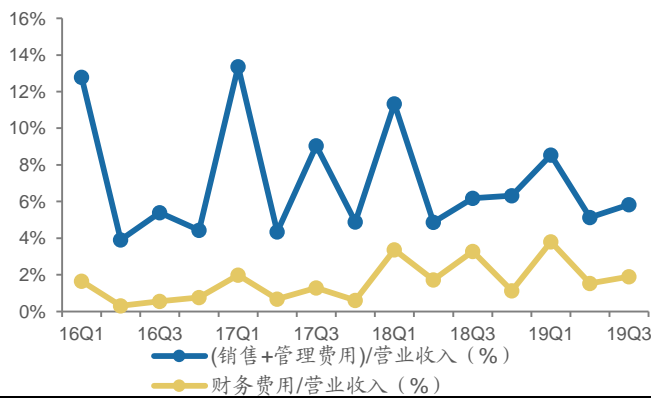


数据来源: 公司年报及三季报, 广发证券发展研究中心

数据来源: 公司年报及三季报, 广发证券发展研究中心

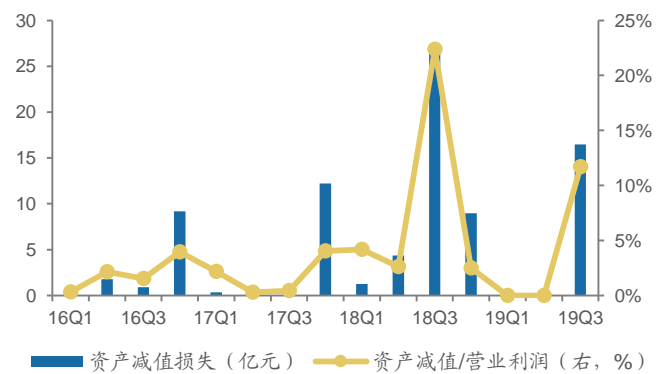
费用率方面，三季度公司销管费用率较去年同期下滑0.3个百分点，财务费用率较去年同期下滑1.4个百分点，有息负债规模的下滑有助于公司降低财务费用支出。3季度新增16.5亿资产减值损失，与去年同期相比减值规模下降38.7%，其中存货减值准备为11.4亿元。投资收益同比下滑27.1%，其中合营和联营企业贡献下滑57.3%，非并表项目结算贡献较小。少数股东损益单季度占比31.2%，基本与权益占比水平相当。整体来看，除却毛利率的提升，三费费用率的降低和资产减值损失的下滑也是支撑公司在非并表项目收入下滑的情况下三季度归母净利润增长的主要原因。

图7: 万科A季度三费费用率情况



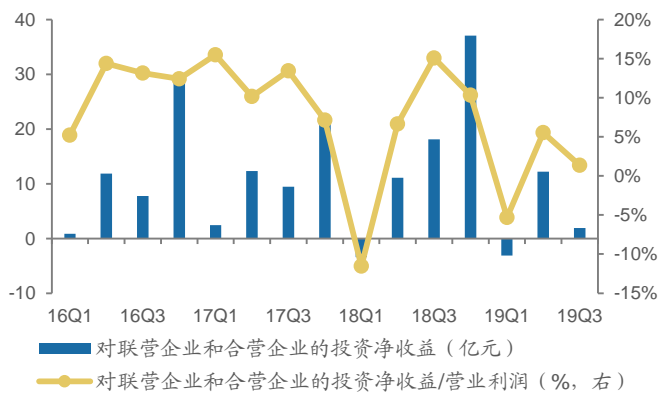
数据来源: 公司年报及三季报, 广发证券发展研究中心

图8: 万科A资产减值损失情况



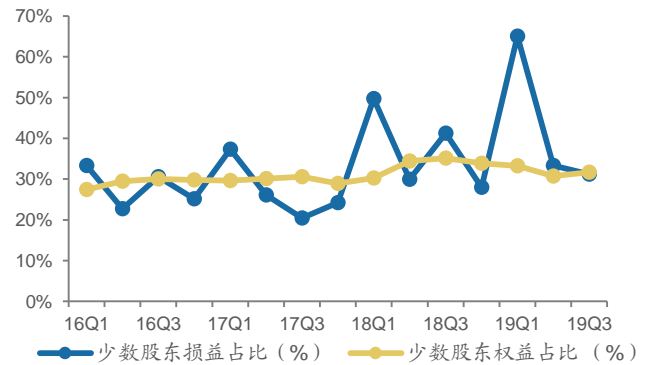
数据来源: 公司年报及三季报, 广发证券发展研究中心

图9: 万科A对联营和合营企业的投资净收益情况



数据来源: 公司年报及三季报, 广发证券发展研究中心

图10: 万科A少数股东损益与权益情况

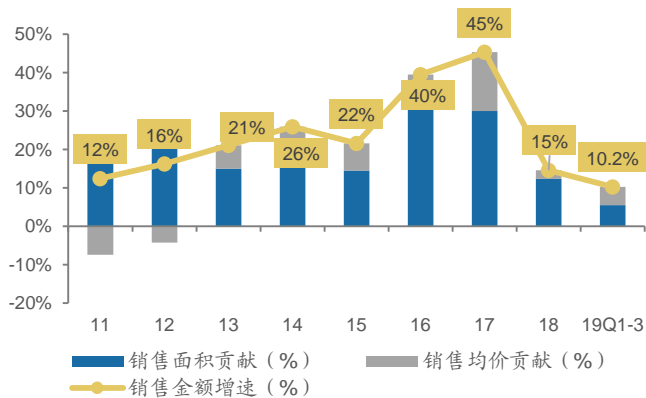


数据来源: 公司年报及三季报, 广发证券发展研究中心

回款率如期改善, 逆周期加大土地投资力度

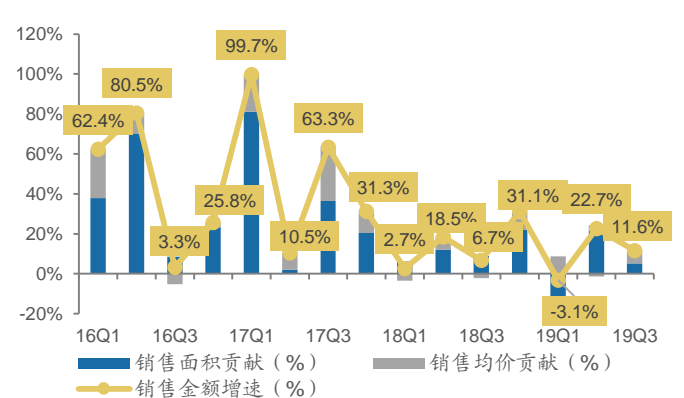
销售方面, 19年前三季度万科A实现地产销售金额4756.1亿元, 同比增长10.2%, 其中三季度销售金额1416.1亿元, 同比增长11.6%, 量价齐升带动了公司销售金额的增长。

图11: 万科A年度销售金额和贡献拆分



数据来源: 公司年报及三季报, 广发证券发展研究中心

图12: 万科A季度销售金额和贡献拆分

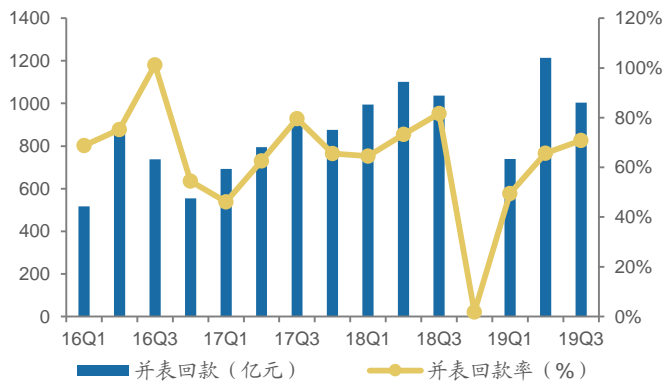


数据来源: 公司年报及三季报, 广发证券发展研究中心

回款方面, 前三季度公司并表回款金额2956.5亿元, 并表回款率62.2%, 其中三季度并表回款金额1003.6亿元, 维持了较高的并表回款水平, 并表回款率70.9%, 三季度一般是公司并表回款率的高点。三季度销售商品、提供劳务收到的现金1043.7亿元, 回款率74%, 与去年同期持平。

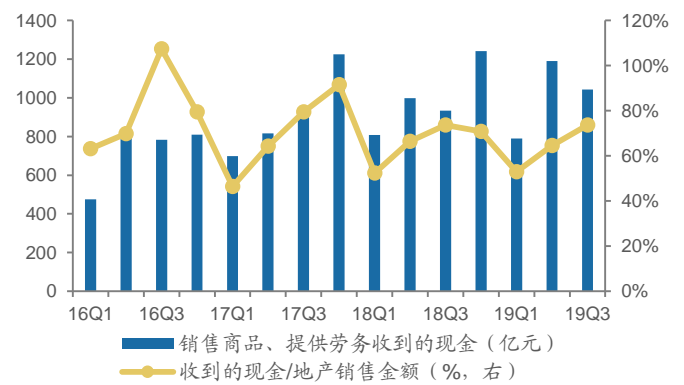
储备方面, 3季度末公司总储备规模1.6亿平米, 未售储备规模1.17亿平米, 去化周期为2.75年(根据19年1-9月增速推算), 可售储备资源丰富。

图13: 万科A并表回款与回款率



数据来源: 公司年报及三季报, 广发证券发展研究中心

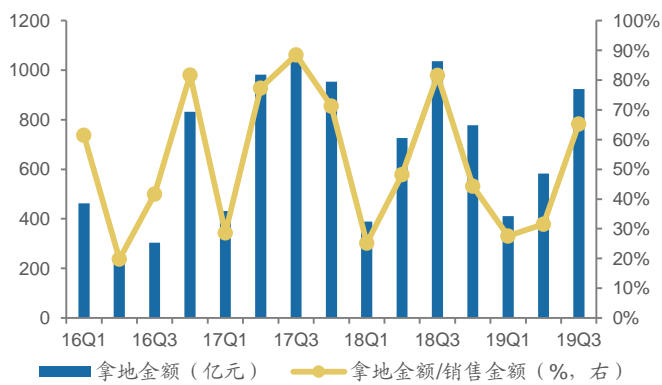
图14: 万科A销售回款与回款率



数据来源: 公司年报及三季报, 广发证券发展研究中心

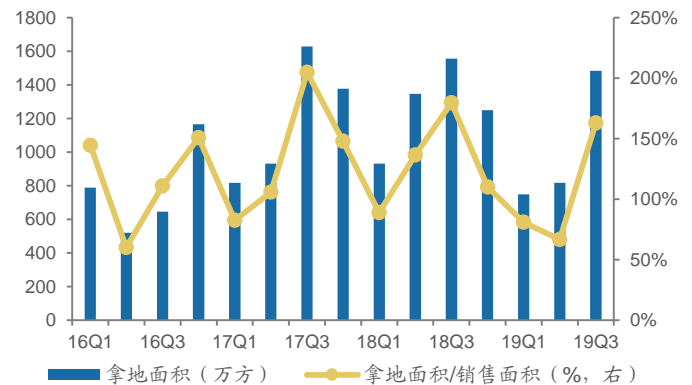
土地投资方面,根据公司公告整理,19年三季度公司新增建面1484.3万方,占销售面积的163%,总地价924.5亿元,占地产销售金额的65%,全年拿地建面/销售建面比例回升至100%,拿地金额/销售金额比例回升至40%,土地投资力度明显加强。此外,公司拿地的权益比例大幅提高,三季度末金额口径、建面口径的权益比例分别达到77%、75%,较18年末分别提升24个百分点、16个百分点,三季度公司权益拿地金额776.9亿元,同比大幅上涨47%,带动前三季度权益投资金额同比上涨28%,自有资金投资力度提升。从资产负债表来看,三季度公司总资产环比上涨0.4%,其中非流动资产环比上涨1.3%而流动资产同比上涨4.5%,而流动资产中最主要的存货环比上涨8.8%,公司当前投资主要聚焦地产主航道。

图15: 万科A拿地金额及拿地力度



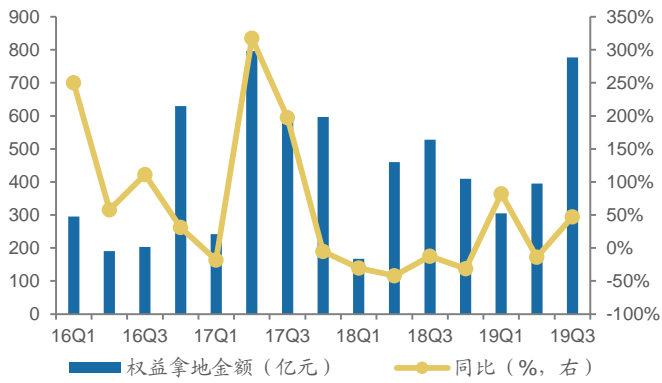
数据来源: 公司拿地公告, 广发证券发展研究中心

图16: 万科A拿地建面及拿地力度



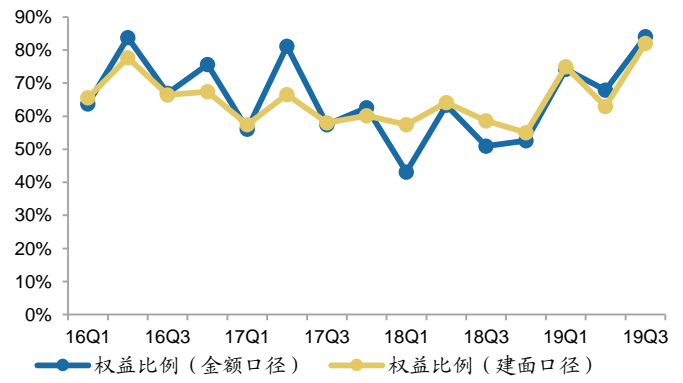
数据来源: 公司拿地公告, 广发证券发展研究中心

图17: 万科A权益拿地金额及同比



数据来源: 公司拿地公告, 广发证券发展研究中心

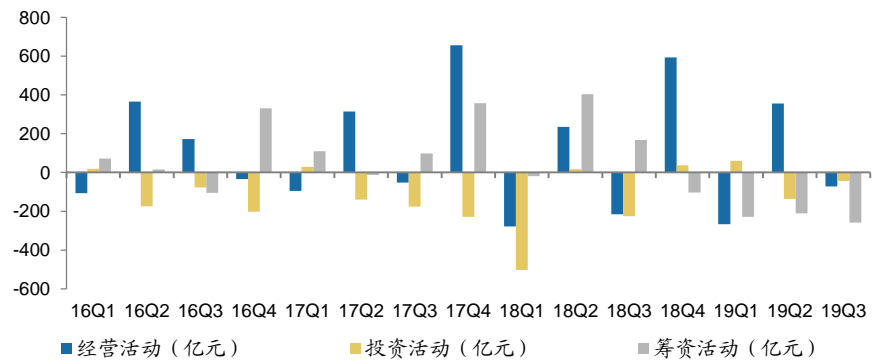
图18: 万科A拿地权益比例



数据来源: 公司拿地公告, 广发证券发展研究中心

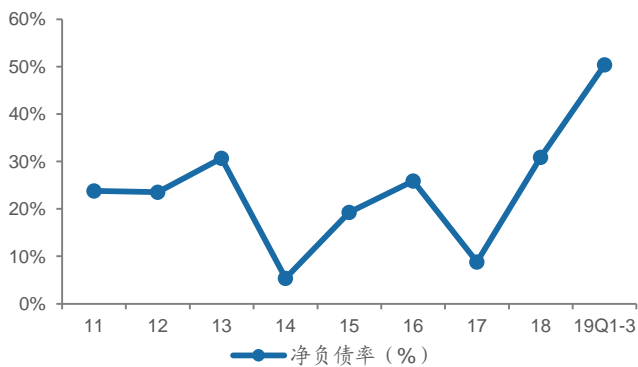
现金流方面, 公司偿还债务和加大土地投资使公司在手货币资金减少, 整体净负债率水平上升至50%, 但短期债务覆盖倍数依然安全, 整体财务稳定性较好, 关注公司后续回款质量与融资表现。

图19: 万科A三大现金流净额



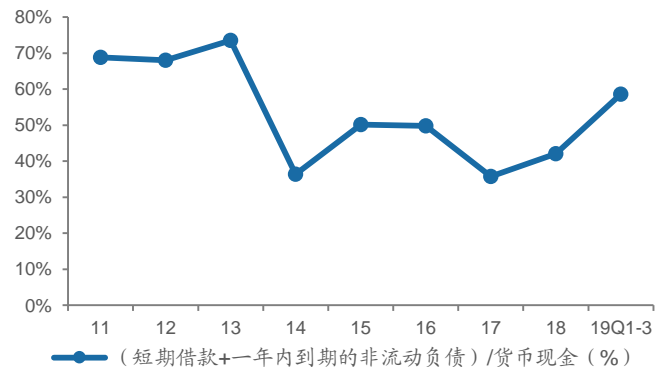
数据来源: 公司年报及季报, 广发证券发展研究中心

图20: 万科A净负债率水平



数据来源: 公司年报及季报, 广发证券发展研究中心

图21: 万科A短期还款压力



数据来源: 公司年报及季报, 广发证券发展研究中心

盈利预测与投资评级

公司前三季度整体节奏稳定，结算方面发挥过去几年市场带来的利润优势的同时，维持较为稳定的利润释放节奏，同时利润率也同期改善，管理销售费用控制得当，公司可结算资源依旧充沛（预收账款保障倍数维持在1.6左右的高位），三季度回款率也如期改善，在三季度土地市场降温的过程中公司还加大了土地投资和提升权益占比的能力，更加聚焦地产主业。

预计2019-2021年公司收入规模为3644/4357/4967亿元，同比增长22%/20%/14%，归母净利润分别为405/466/521亿元，同比增长20%/15%/12%；对应19年7.3XPE，20年6.4XPE。

合理价值方面，过去两年地产行业公司A股平均PE为9x，H股平均PE为7x，而万科的A股平均PE为11.6x，H股平均PE为10.1x，具有一定估值溢价。我们认为板块以及主流地产公司估值具备进一步提升空间，谨慎起见，给予万科A股19年PE11x的合理估值，对应合理价值为40.37元/股，维持“买入评级”，给予万科H股19年PE9.5x合理估值，对应合理价值为38.65港元/股，维持“买入”评级。

风险提示

行业基本面景气程度不断下降，新进入城市去化放缓，影响公司的销售情况。公司地产结算进度不及预期。融资成本上升对于行业整体利润率水平会有较大的影响。

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,017,553	1,295,072	1,438,882	1,499,566	1,487,463
货币资金	174,121	188,417	177,825	183,471	191,939
应收及预付	237,700	321,864	355,272	354,372	363,892
存货	598,088	750,303	891,197	947,136	917,046
其他流动资产	7,645	34,488	14,588	14,588	14,588
非流动资产	147,794	233,508	306,141	419,120	588,263
长期股权投资	81,224	129,528	200,768	309,183	473,049
固定资产	7,099	11,534	13,841	16,609	19,930
在建工程	1,022	1,913	4,490	7,363	10,612
无形资产	3,710	10,214	10,214	10,214	10,214
其他长期资产	54,739	80,319	76,829	75,753	74,457
资产总计	1,165,347	1,528,579	1,745,023	1,918,687	2,075,727
流动负债	847,355	1,121,914	1,265,224	1,344,834	1,397,890
短期借款	16,109	10,102	23,911	29,460	34,428
应付及预收	784,063	986,496	1,101,070	1,167,436	1,197,678
其他流动负债	47,184	125,316	140,243	147,938	165,784
非流动负债	131,318	171,045	183,911	211,340	240,883
长期借款	96,029	120,929	131,921	157,417	184,936
应付债券	32,323	47,095	47,095	47,095	47,095
其他非流动负债	2,966	3,020	4,895	6,828	8,851
负债合计	978,673	1,292,959	1,449,135	1,556,174	1,638,773
股本	11,039	11,039	11,039	11,039	11,039
资本公积	8,329	8,006	16,107	25,435	35,856
留存收益	113,072	139,118	171,524	208,834	250,521
归属母公司股东权益	132,675	155,764	198,671	245,308	297,417
少数股东权益	53,999	79,857	97,217	117,204	139,537
负债和股东权益	1,165,347	1,528,579	1,745,023	1,918,687	2,075,727

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	242,897	297,679	364,416	435,737	496,703
营业成本	160,080	186,104	232,827	286,940	337,930
营业税金及附加	19,722	23,176	36,302	41,846	41,831
销售费用	6,262	7,868	8,747	9,555	10,755
管理费用	8,866	10,341	11,343	11,789	12,438
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	2,075	5,999	6,649	7,512	6,897
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	6,476	8,031	9,275
营业利润	50,813	67,499	75,023	86,124	96,127
营业外收支	329	-38	0	0	0
利润总额	51,142	67,460	75,023	86,124	96,127
所得税	13,934	18,188	17,155	19,499	21,685
净利润	37,208	49,272	57,868	66,625	74,442
少数股东损益	9,157	15,500	17,360	19,987	22,332
归属母公司净利润	28,052	33,773	40,508	46,637	52,109
EBITDA	49,277	72,166	76,718	87,433	95,941
EPS (元)	2.54	3.06	3.67	4.22	4.72

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	82,323	33,618	34,363	86,840	135,729
净利润	37,208	49,272	57,868	66,625	74,442
折旧摊销	1,310	1,976	1,522	1,827	2,192
营运资金变动	36,761	-34,399	-59,727	11,326	50,813
其它	7,044	16,770	34,700	7,062	8,282
投资活动现金流	-51,613	-67,364	-75,179	-107,852	-163,355
资本支出	-2,360	-5,897	-13,183	-10,790	-12,750
投资变动	-30,429	-29,976	-61,996	-97,062	-150,605
其他	-18,824	-31,492	0	0	0
筹资活动现金流	55,265	44,798	30,223	26,657	36,094
银行借款	94,576	96,053	119,553	147,301	172,139
股权融资	10,620	38,983	0	0	0
其他	14,254	19,491	0	0	0
现金净增加额	-64,185	-109,729	-89,330	-120,643	-136,044
期初现金余额	84,836	11,342	-10,592	5,645	8,468
期末现金余额	79,490	164,326	175,668	165,076	170,721

主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入增长	1.0%	22.6%	22.4%	19.6%	14.0%
营业利润增长	30.2%	32.8%	11.1%	14.8%	11.6%
归母净利润增长	33.4%	20.4%	19.9%	15.1%	11.7%
获利能力					
毛利率	34.1%	37.5%	36.1%	34.1%	32.0%
净利率	15.3%	16.6%	15.9%	15.3%	15.0%
ROE	21.1%	21.7%	20.4%	19.0%	17.5%
ROIC	28.6%	31.0%	28.0%	33.0%	46.8%
偿债能力					
资产负债率	84.0%	84.6%	83.0%	81.1%	78.9%
净负债比率	8.8%	25.0%	37.1%	39.4%	42.3%
流动比率	1.20	1.15	1.14	1.12	1.06
速动比率	0.41	0.42	0.38	0.36	0.36
营运能力					
总资产周转率	0.24	0.22	0.22	0.24	0.25
应收账款周转率	138.48	197.21	60.77	29.13	20.47
存货周转率	0.30	0.28	0.28	0.31	0.36
每股指标 (元)					
每股收益	2.54	3.06	3.67	4.22	4.72
每股经营现金流	7.46	3.05	3.11	7.87	12.30
每股净资产	12.02	14.11	18.00	22.22	26.94
估值比率					
P/E	10.6	8.8	7.3	6.4	5.7
P/B	2.2	1.9	1.5	1.2	1.0
EV/EBITDA	7.3	4.5	5.4	5.1	5.1

广发房地产行业研究小组

乐加栋：首席分析师，复旦大学经济学硕士，十年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
郭镇：联席首席分析师，清华大学工学硕士，七年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
邢莘：研究助理，上海财经大学应用统计硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。
广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。
广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。
本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。
本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。
研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。
本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，

广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第 5 类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。